Экономика Японии – долгосрочная стагнация или предел количественного роста?

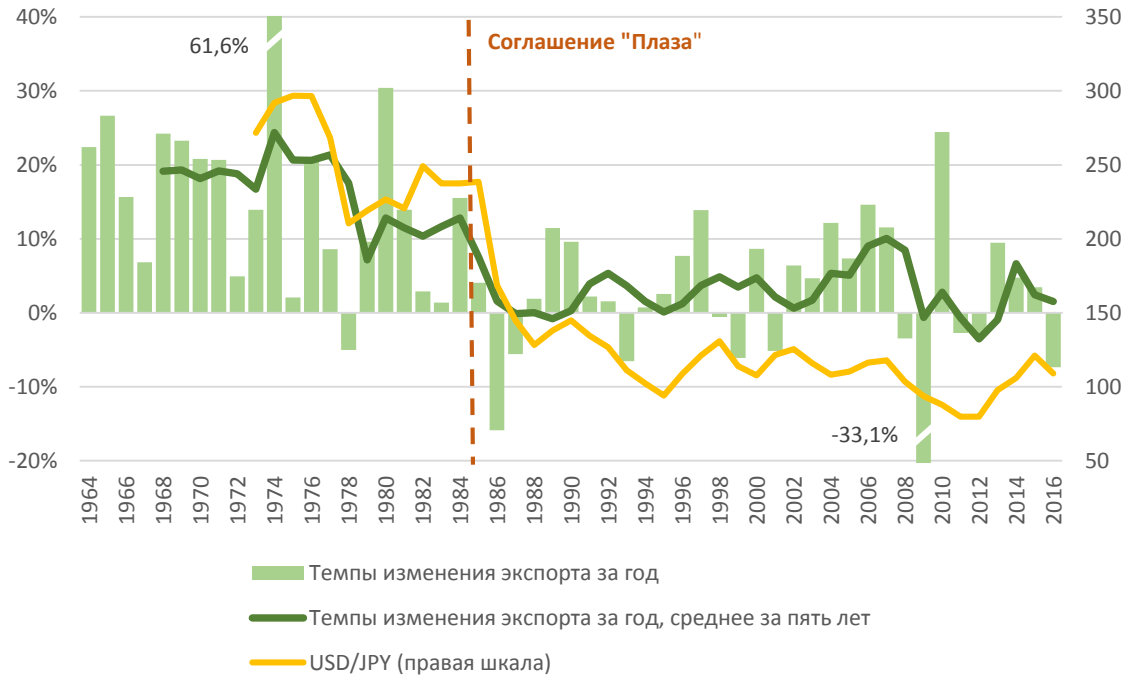
Японская экономика уже три десятилетия демонстрирует крайне низкие темпы роста в сочетании с дефляцией. Все попытки вывести её из этого состояния пока не принесли успеха. Но, возможно, традиционный взгляд на экономические показатели не отражает реального положения экономики Японии.

Дефляционная ловушка

После Второй мировой войны экономика Японии росла чрезвычайно высокими темпами. Настолько быстрый рост экспортоориентированной японской экономики вызвал недовольство США, накопивших существенный внешнеторговый дефицит.

Для того, чтобы сбалансировать дисбалансы в торговле с США остальные развитые страны, в том числе и Япония, согласились с помощью валютных интервенций укрепить собственную валюту по отношению к доллару. Это договор, известный как соглашение “Плаза”, был подписан 22 сентября 1985 г. и стал поворотной точкой в экономической истории Японии.

Объём экспорта и курс доллар США / иена



Источник: Министерство финансов

Ключевая ставка и фондовый индекс Nikkei 225



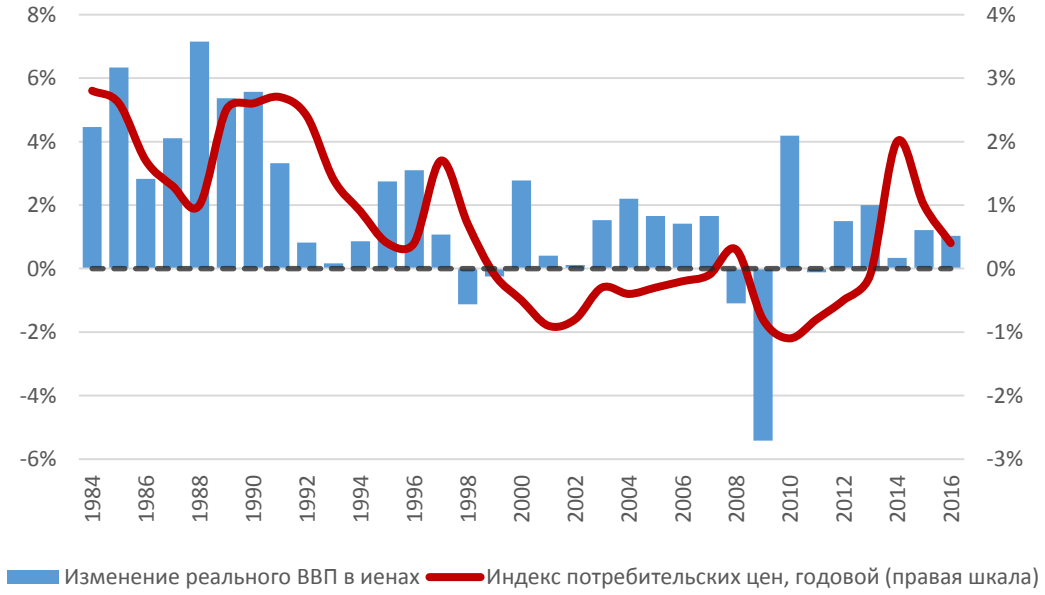
Источник: Банк Японии

В течение следующего года иена подорожала на 29%, что привело к обвалу японского экспорта на 15,9%. Правительство Японии, обеспокоенное сокращением важнейшего компонента национальной экономики, решило компенсировать дорогую иену снижением ключевой ставки (с 5 до 2,5%), что, в свою очередь, надуло пузырь на финансовых рынках. Теперь пришлось беспокоиться уже о пузыре. Последовавшая серия подъёма ключевой ставки до 6% способствовала падению финансовых рынков и наступлению долгого периода экономической депрессии в сочетании с крайне низкой инфляцией, переходящей в дефляцию. Япония попала в так называемую “ловушку дефляции”, когда потребители и бизнес, ожидая дальнейшего снижения цен, откладывают покупки и инвестиции, что, в свою очередь, способствует дальнейшей дефляции.

Накачка экономики ликвидностью

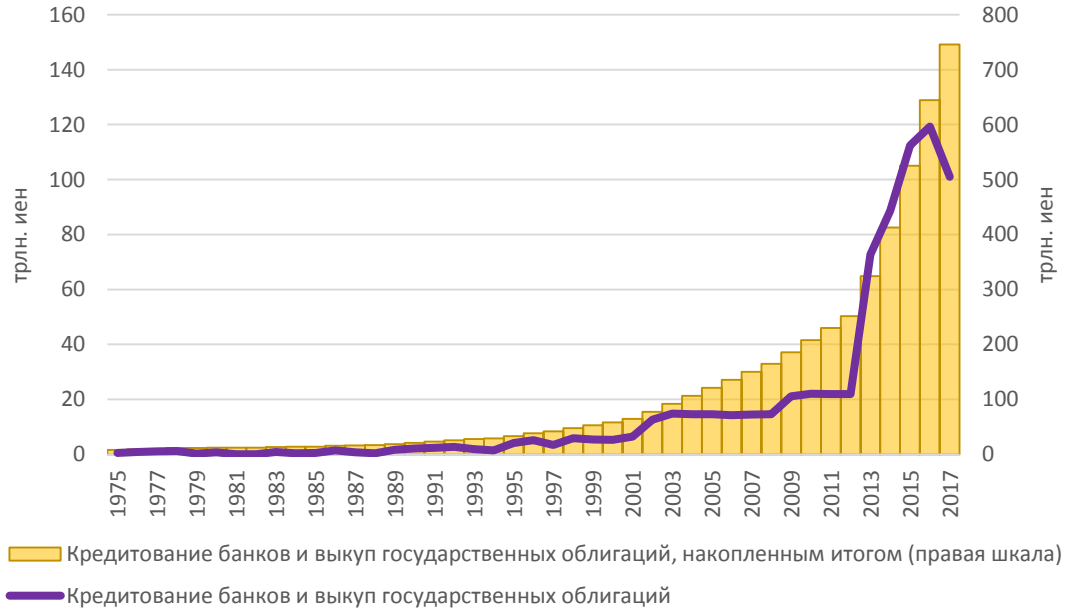
Меры властей Японии по оживлению экономического роста имели в своей основе именно борьбу с дефляцией. Ключевая ставка снова вошла в долгосрочный цикл снижения, опустившись к 2001 г. до минимального значения 0,1%. После того, как возможности этого инструмента были исчерпаны, Банк Японии приступил к первой в истории программе “Количественного смягчения” (Quantitative easing (QE)), которая продолжается до сих пор. За шестнадцать лет (с 2001 по настоящее время) Банк Японии выкупил у коммерческих банков облигаций почти на 400 трлн. иен. Параллельно правительство Японии снижало налоги и направляло средства непосредственно в реальный сектор экономики, минуя банки.

Динамика ВВП и индекса потребительских цен
(без учёта продуктов питания и энергоносителей)



Источник: Банк Японии

Объём кредитования банковского сектора и
операций на открытом рынке Банка Японии



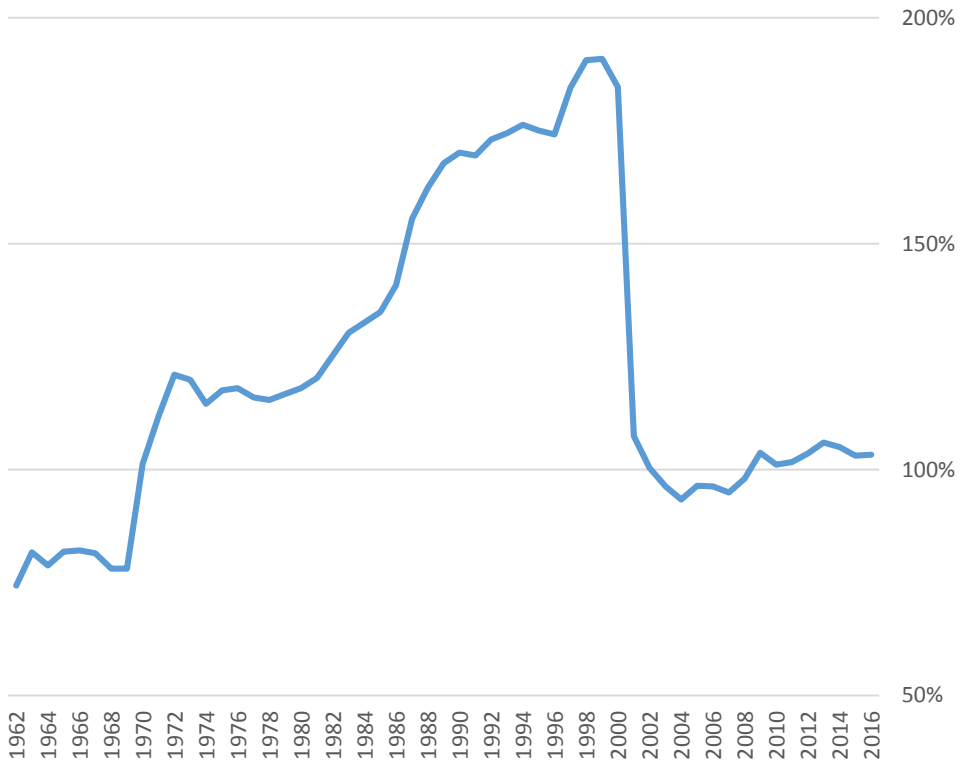
Источник: Банк Японии

Расчёт властей был на то, что повышение объёма денежной базы (наличные деньги и другие наиболее ликвидные инструменты) вызовут рост банковского кредитования, что и будет способствовать инфляции и экономическому росту. Однако эти меры не принесли желаемого результата. Цены никак не могли перейти в зону устойчивого роста, и темпы роста ВВП оставались крайне низкими.

Проблема заключалась в том, что рост денежной базы не привёл росту кредитования. Банки после взрыва финансового пузыря остались с огромным портфелем просроченных кредитов, залог по которым не покрывал стоимости долга. В нормальных условиях такие банки бы обанкротились, но государство искусственно поддерживало их на плаву, опасаясь социальной нестабильности. Перегруженные плохими долгами банки предпочли направить полученные средства не на кредитование реального сектора, а на укрепление своей ликвидности и создание резервов. Отношение банковских кредитов к ВВП рухнуло в 2001 г., и с тех пор колеблется вокруг 100%.

Средства, направляемые в реальный сектор экономики, в основном вкладывались в инфраструктурные проекты, часто неэффективные и избыточные.

Кредитование частного сектора
коммерческими банками (% от ВВП)



Источник: Банк Японии

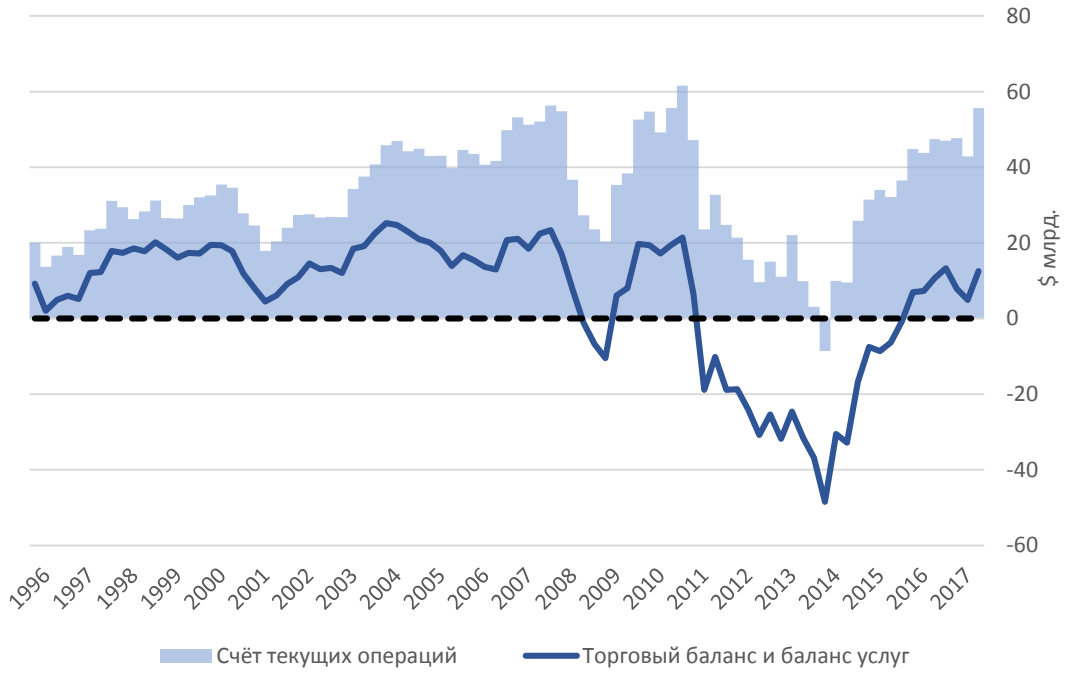
Столпы экономического чуда

Послевоенное экономическое чудо Японии базировалось на двух ключевых аспектах – сильном экспорте и высокой норме сбережений.

В XXI веке баланс товаров и услуг лишь дважды уходил на отрицательную территорию – во время кризиса 2008 г. и после аварии на Фукусиме в 2011 г., когда были остановлены японские АЭС и пришлось массово импортировать энергоносители. В настоящее время Япония вернулась к традиционному для неё положительному внешнеторговому балансу товаров и услуг, хотя и не такому сильному как ранее. Но даже во времена отрицательного торгового баланса годовой счёт текущих операций остаётся профицитным, за счёт огромных доходов Японии от иностранных инвестиций.

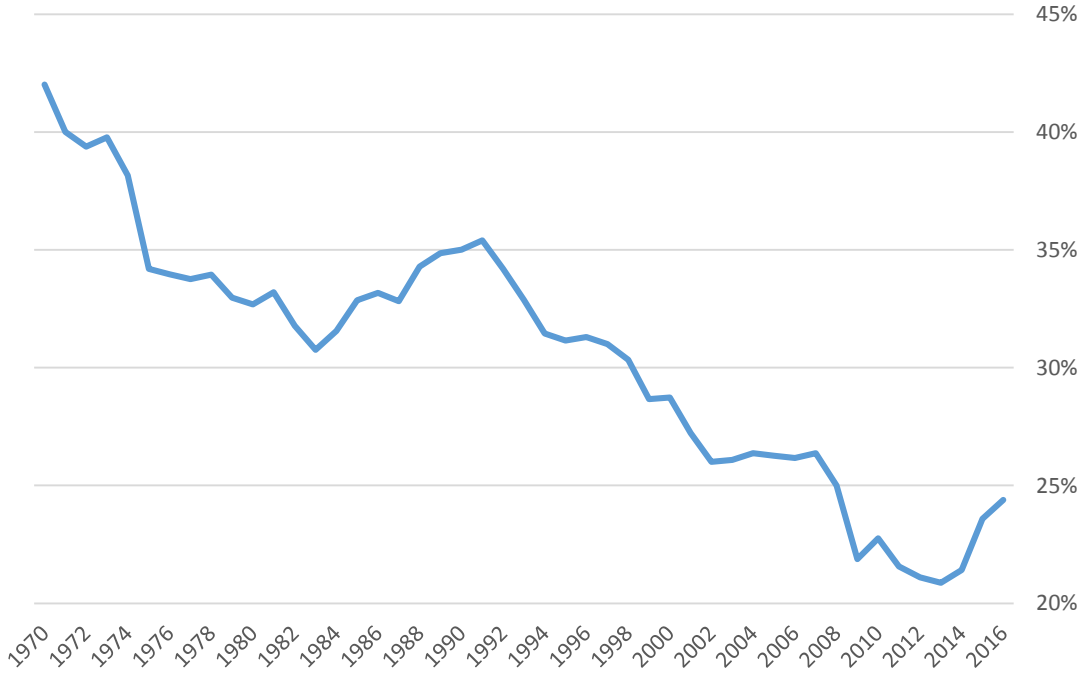
Высокая норма сбережений, которая ранее позволяла направлять значительные инвестиции в экономику Японии, теперь мало чем отличается от среднего уровня развитых стран. За последние годы ситуация немного улучшилась, но возврата на значения XX века от неё вряд ли стоит ожидать. Японское общество достаточно сильно изменилось с послевоенных времён, и развитое соцобеспечение позволяет более легкомысленно относиться к сбережениям.

Счёт текущих операций, по кварталам



Источник: Министерство финансов

Валовые внутренние сбережения, % от ВВП



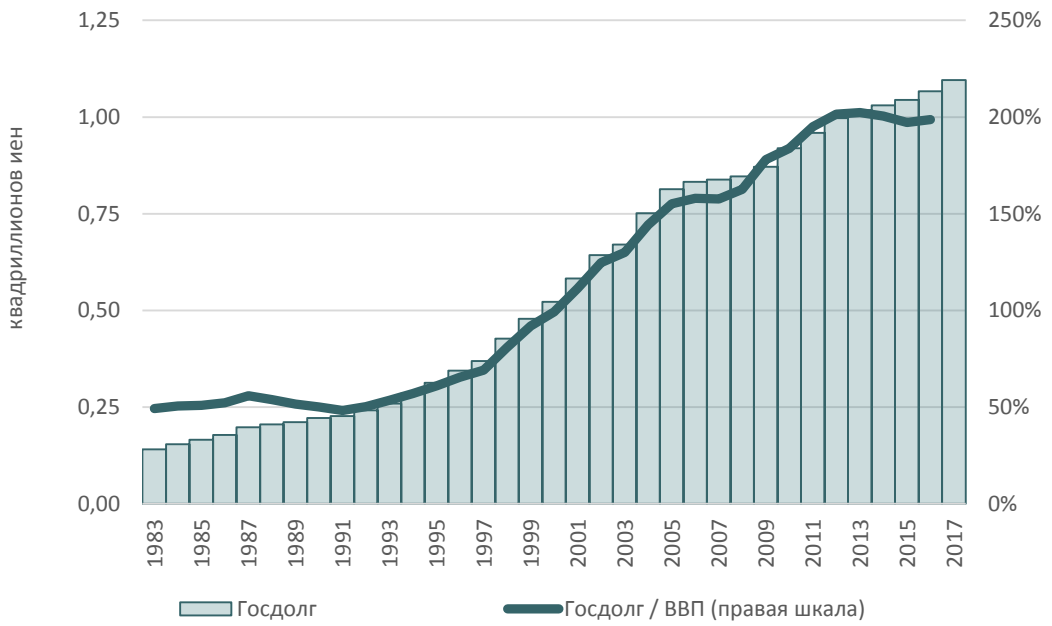
Источник: Министерство финансов

Зависимость от долга

Из-за мер по стимулированию экономического роста государственный долг Японии стал быстро расти. К 2012 г. госдолг Японии достиг квадриллиона иен и вдвое превзошёл годовой ВВП страны, что является абсолютным рекордом среди всех стран мира.

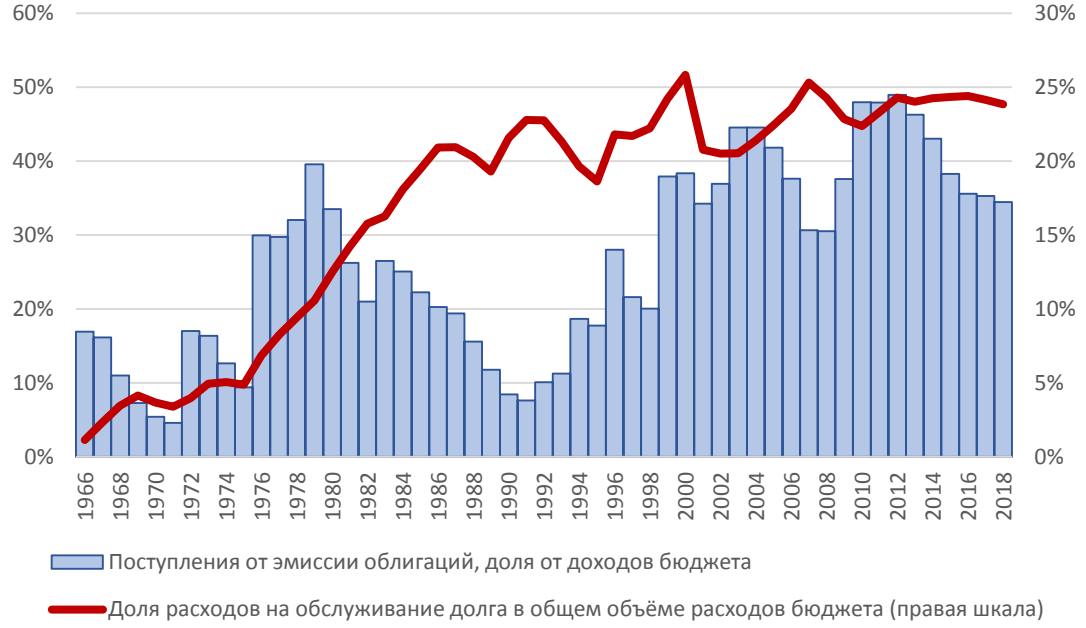
В государственных финансах Японии долг играет огромную роль. В прошлом году поступления от эмиссий облигаций составили более трети всех доходов бюджета, причём ещё в 2012 г. эта доля составляла 50%. А расходы на обслуживание долга с середины 90-х составляют чуть меньше 25% от всех расходов бюджета, и это ещё при невероятно низких ставках.

Государственный долг и ВВП



Источник: Банк Японии

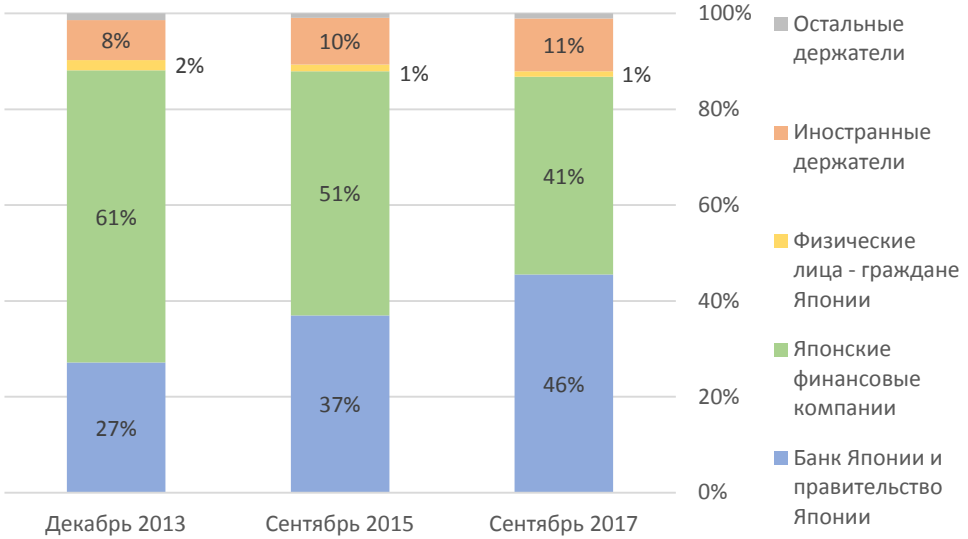
Доходы бюджета от выпусков облигаций и расходы на их обслуживание



Источник: Министерство финансов

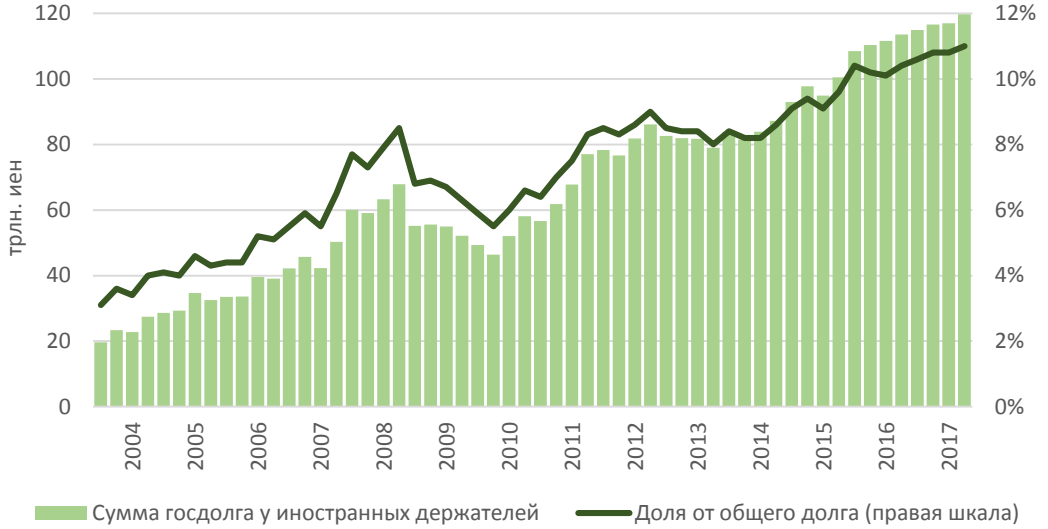
Структура долга несколько притупляет проблему его размера. Большая часть долга принадлежит национальным держателям, причём в 2017 г. крупнейшим держателем стал Банк Японии, выкупивший большую часть облигаций в ходе программ QE. Однако постепенно растёт доля иностранных держателей. В основном иностранцы сконцентрированы в краткосрочных бумагах, до одного года, где владеют более половины объёма. Но и более долгосрочные облигации пользуются растущим спросом.

Структура владения государственным долгом



Источник: Банк Японии

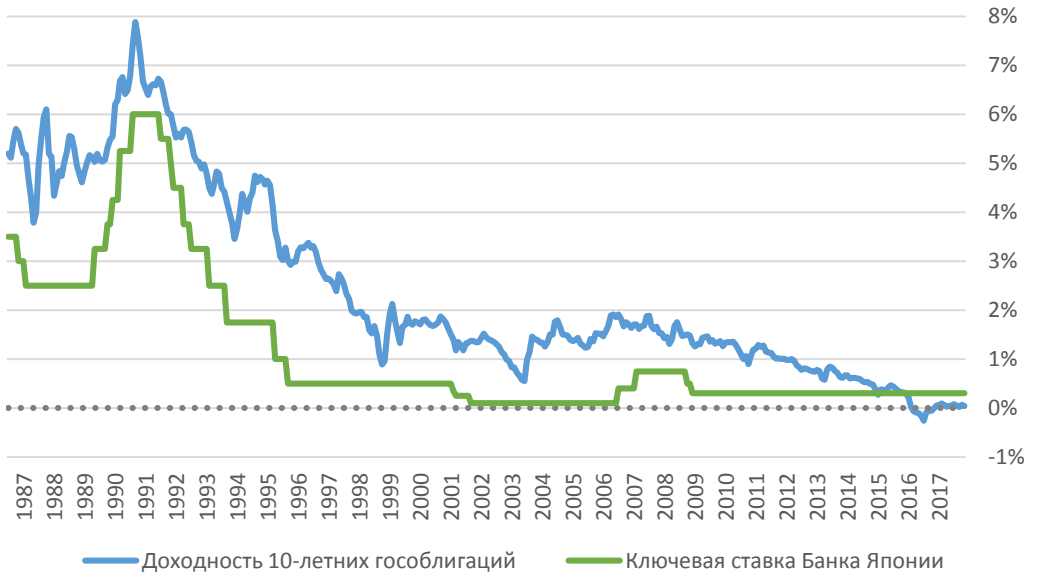
Государственные облигации, принадлежащие иностранцам



Источник: Банк Японии

Пока гигантский государственный долг Японии не слишком обременителен для государственного бюджета. Доходность облигаций находится на чрезвычайно низком уровне, даже ниже ключевой ставки Банка Японии. Но если усилия по накачиванию экономикой деньгами в конце концов вызовут вожделенную для японцев устойчивую инфляцию, то ключевую ставку придётся поднимать, что неизбежно вызовет и рост стоимости обслуживания долга. Учитывая размеры долга последствия могут быть катастрофическими.

Доходность государственных облигаций и ставка дисконтирования Банка Японии



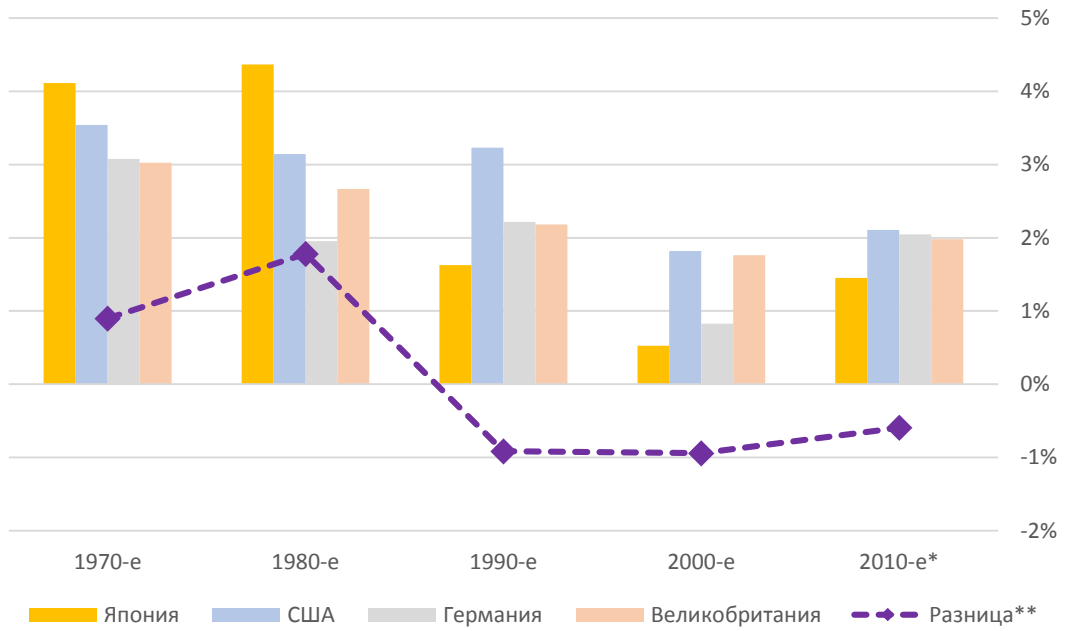
Источник: Банк Японии

Поправка на демографию

Итак, с 1990-х экономика Японии начинает испытывать торможение, которое не завершилось до сих пор. Темпы роста ВВП упали ниже среднего роста других развитых экономик.

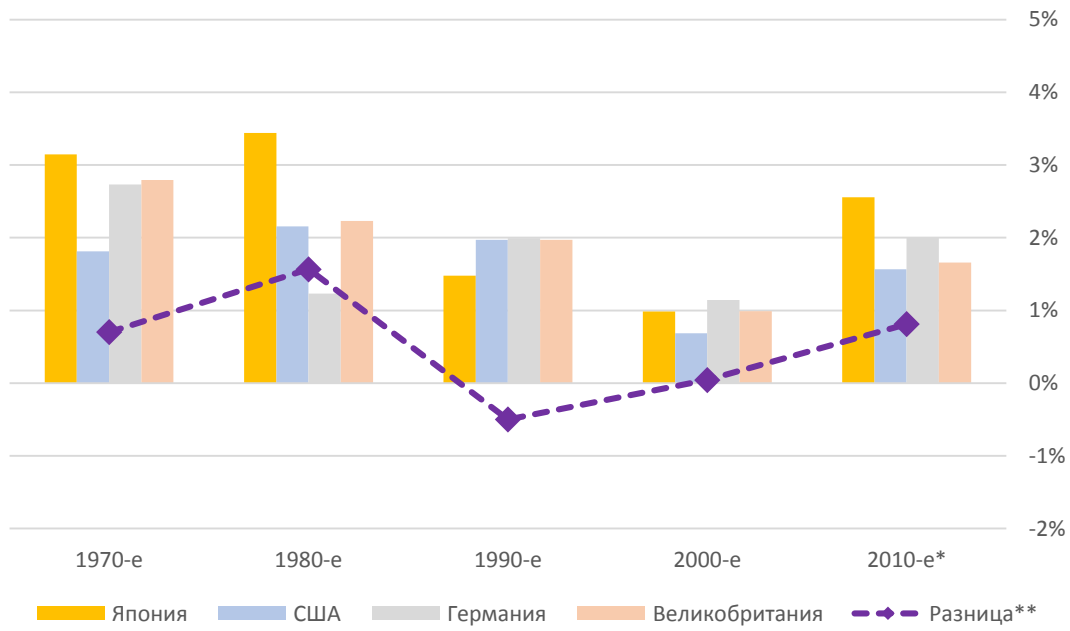
Однако было бы некорректно сравнивать рост ВВП без учёта демографических аспектов. В Японии один из самых низких коэффициентов фертильности в мире, и, в отличие от других развитых экономик, Япония практически не привлекает мигрантов. Если смотреть на рост ВВП в зависимости от числа людей трудоспособного возраста (условно от 15 до 64), то картина выглядит иной. Безусловно, в 90-е Япония испытала длительную рецессию, но уже к началу XXI века догнала развитые страны.

Среднегодовой рост реального ВВП в долларах США



Источник: Мировой Банк
** С 2010 по 2016 гг.*
*** Между японским показателем и средним по США, Германии и Великобритании*

Среднегодовой рост реального ВВП в долларах США на душу трудоспособного населения (от 15 до 64)

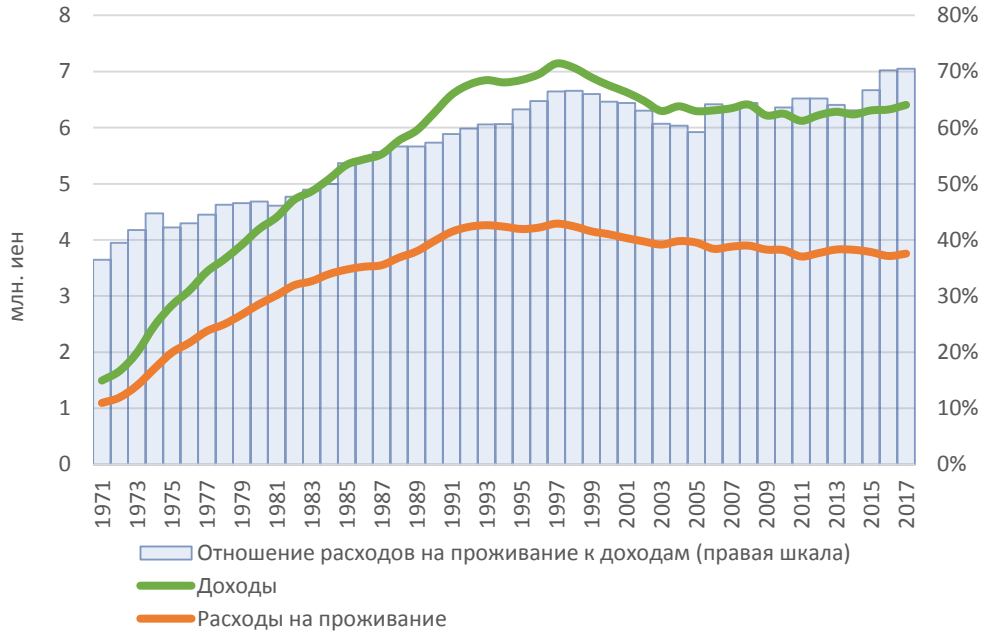


Источник: Мировой банк
** С 2010 по 2016 гг.*
*** Между японским показателем и средним по США, Германии и Великобритании*

Предел количественного роста

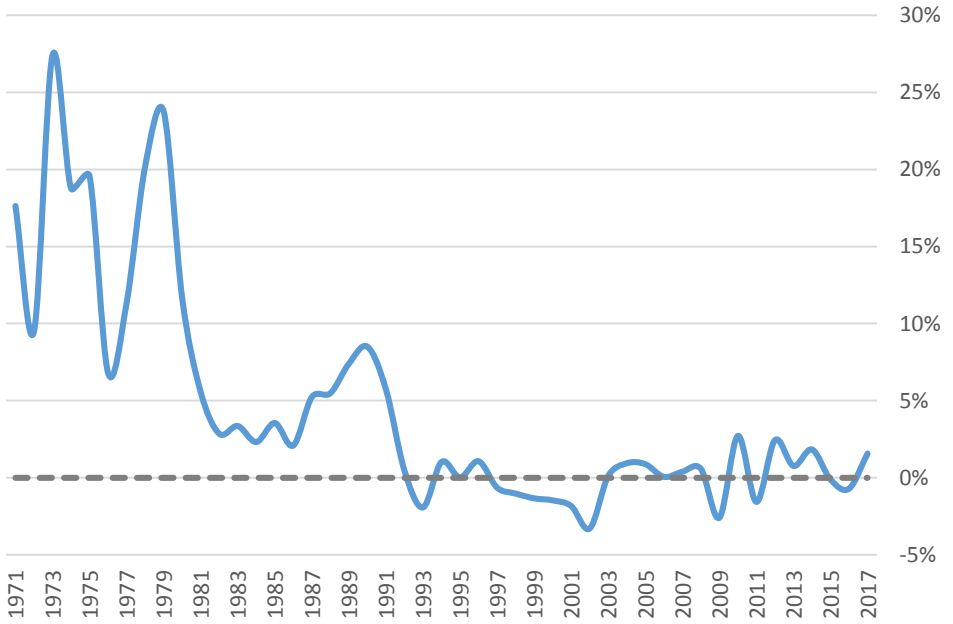
Стагнация и дефляция в Японии могут быть объяснены и другими причинами. Вполне возможно, что Япония просто достигла предела насыщения потребительского спроса. Большинство японцев добились желаемого уровня материального достатка ещё к концу прошлого века, и их потомки этим уровнем удовлетворены. А так как в этой стране наблюдается один из самых низких в мире коэффициентов социального неравенства, то отсутствует и “резерв” в виде бедных, старательно улучшающих своё финансовое положение.

Годовые доходы и расходы на проживание работающий семей



Источник: Министерство внутренних дел и коммуникаций Японии

Динамика розничных продаж, среднее за год, постоянные цены



Источник: Министерство финансов Японии

Альтернативное, но непротиворечащее предыдущему объяснение касается перехода человечества на новый технологический уклад, когда старые показатели, измеряющие развитие индустриальной экономики, уже не могут адекватно описать новую экономическую реальность.

Хрестоматийный пример – смартфоны заменили огромное количество устройств (фотоаппараты, видеокамеры, навигаторы, плееры и прочее). Совокупная стоимость заменённых устройств в 90-х годах была существенно выше цены современного смартфона. Таким образом, уровень жизни человека только вырос, но пока нет такого показателя, который бы это измерил. Зато в таком традиционном измерителе экономики как ВВП переход с устаревших устройств на смартфон отражается негативно, ведь стоимость последнего в целом ниже. Кроме того, и улучшение качества товара при той же цене ничего к ВВП не прибавляет.

Аналогично и с дефляцией – совершенствование технологий приводит к удешевлению товаров и замене старых дорогих устройств на более функциональные и дешёвые. Но этот процесс не должен восприниматься как угроза для экономического развития, так как он не оказывает негативного влияния на уровень жизни населения.

Возможно, что Япония, как одна из наиболее развитых стран планеты, использует максимум возможностей на текущем технологическом укладе. И формальные показатели Японии не отражают её развитой, нацеленной на качество экономики при стареющем богатом населении.

Дата публикации: 30.01.2018