

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/1999-849X-2020-13-5-120-130  
УДК 339.743,339.727.4(045)  
JEL F31, E52, E31, E40

## Роль японской иены как резервной валюты в мировой экономике

В.В. Антропов

Финансовый университет; РГУ нефти и газа им.И.М. Губкина, Москва, Россия  
<https://orcid.org/0000-0002-2991-2877>

### АННОТАЦИЯ

*Предмет исследования* – использование японской иены в системе международных валютно-финансовых отношений. *Цель статьи* – оценка перспектив использования японской иены в международных финансовых и коммерческих сделках. На основе анализа внешних и внутренних факторов, оказывающих влияние на динамику курса японской валюты, в статье проведен анализ современного положения японской иены в мировой валютной системе. В работе рассматриваются особенности развития японской экономики, денежно-кредитная политика японского центрального банка и их влияние на конкурентные преимущества иены. Оценивается степень интернационализации японской иены с учетом ее использования в международном валютном обороте, международных валютных резервах центральных банков и в системе международных расчетов. *Делается вывод* о том, что, несмотря на увеличение значимости китайского юаня, японская иена сегодня является предпочтительным инструментом формирования международных резервов в условиях роста финансовых рисков. Усиление рисков в мировой финансовой системе приводит к повышению курса иены вследствие того, что инвесторы считают ее валютой-убежищем, вызывая обратный отток капиталов в иену и соответственно увеличение спроса на нее и ее стоимости.

**Ключевые слова:** Япония; японская иена; абэномика; хроническая дефляция; валютные спекуляции; керри-трейд; Банк Японии; валюта-убежище; налоговое планирование

**Для цитирования:** Антропов В.В. Роль японской иены как резервной валюты в мировой экономике. *Экономика. Налоги. Право*. 2020;13(5):120-130. DOI: 10.26794/1999-849X-2020-13-5-120-130

ORIGINAL PAPER

## The Role of the Japanese Yen as a Reserve Currency in the Global Economy

V.V. Antropov

Financial University, Moscow, Russia; Gubkin Russian State University of Oil and Gas, Moscow, Russia  
<https://orcid.org/0000-0002-2991-2877>

### ABSTRACT

*The subject of the research* is the use of the Japanese yen in the system of international monetary and financial relations. *The purpose of the article* is to assess the prospects for using the Japanese yen in international financial and commercial transactions. Based on the analysis of external and internal factors that influence the dynamics of the Japanese currency exchange rate, the article analyzes the current position of the Japanese yen in the world currency system. The paper examines the development of the Japanese economy, the monetary policy of the Japanese Central Bank, and their impact on the competitive advantages of the yen. The degree of internationalization of the Japanese yen is estimated, taking into account its use in international currency turnover, international currency reserves of Central banks, and in the system of international settlements. It is concluded that, despite the increasing importance of the Chinese yuan, the Japanese yen is now the preferred tool for forming international reserves in the face of growing financial risks. Increased risks in the global financial system lead to an appreciation of the yen due to the fact that investors consider it a safe haven currency, causing a reverse outflow of capital to the yen and, consequently, an increase in demand for it and its value.

**Keywords:** Japan; Japanese yen; abenomics; chronic deflation; currency speculation; carry trade; Bank of Japan; safe haven currency; tax planning

**For citation:** Antropov V.V. The role of the Japanese yen as a reserve currency in the global economy. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2020;13(5):120-130. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2020-13-5-120-130

© Антропов В.В., 2020

## ВВЕДЕНИЕ

По величине международных резервов японская иена (далее — иена) является третьей валютой в мире, а также часто используемой на международном валютном рынке денежной единицей, уступая только доллару США и евро. На протяжении десятилетий иена рассматривалась в Азии как региональная валюта. И даже сегодня, несмотря на увеличение значимости китайского юаня в международной валютной системе, иена по-прежнему является предпочтительной азиатской резервной валютой по сравнению с юанем. Особенностью иены, в отличие от большинства других резервных валют, является то, что во времена усиления глобальных финансовых рисков инвесторы, как правило, тяготеют к иене, обуславливая увеличение валютного курса этой денежной единицы, что приводит к ее восприятию как валюты-убежища. Тенденция к укреплению японской валюты в периоды усиления неопределенности на финансовых рынках стала настолько повторяющейся, что ее редко подвергают сомнению. Так, во время мирового финансового кризиса 2007–2009 гг. курс иены вырос более чем на 20% по отношению к другим резервным валютам. Позднее кризис суверенного долга, охвативший в 2010 г. ряд европейских стран, обусловил 10%-ный рост курса иены по отношению к евро. Ситуация повторилась в 2013 г., когда неопределенность вокруг итальянских выборов привела к тому, что валютный курс иены увеличился более чем на 5% по отношению к евро и на 4% по отношению к доллару за один день. Даже после аварии на АЭС «Фукусима-1» в 2011 г. курс иены неожиданно вырос по отношению к другим валютам.

Возникает вопрос: почему в периоды усиления финансовых рисков и роста неопределенности на международных финансовых рынках глобальные инвесторы тяготеют к валюте страны, имеющей самый большой государственный долг по отношению к ВВП в мире? Ответ на этот вопрос неоднозначен и заключается в особенностях экономического развития Японии, специфике ее денежно-кредитной политики и роли иены в мировой валютно-финансовой системе. Япония всегда была крупным экспортером, продавая за рубеж значительно больше товаров и услуг, чем импортировала, что стало причиной долголетнего профицита текущего счета платежного баланса, который превратил Японию в страну-кредитора для всего мира. Важным аспек-

том сложившейся ситуации является также тот факт, что стоимость иностранных активов, принадлежащих японским инвесторам, существенно выше стоимости японских активов, принадлежащих иностранным инвесторам. Может показаться странным, что страна, имеющая самый большой долг в мире по отношению к ВВП, является самой крупной страной-кредитором. Эта дихотомия проистекает из того обстоятельства, что огромный долг Японии почти полностью принадлежит японским инвесторам, а сама Япония является одной из ведущих стран-инвесторов в мире. Усиление финансовых рисков приводит к репатриации капитала на родину, его бегству от других валют и укреплению иены.

Помимо того, что Япония является одной из первых стран в мире по соотношению долга к ВВП, она — лидер среди государств в установлении самых низких процентных ставок. Пытаясь предотвратить дефляцию и стимулировать экономический рост, Япония почти 20 лет удерживала процентные ставки на низком уровне. Такая политика привела к масштабным валютным спекуляциям, связанным с заимствованием денег в японской валюте и инвестированием в высокодоходные активы других стран, что в случае увеличения волатильности валютных курсов способствовало обратному оттоку капиталов в иену и повышению ее курса. Чрезвычайно низкая стоимость заимствований в иене делает ее привлекательным инструментом для валютных спекуляций и инвестирования в активы с более высокими процентными ставками и доходностью за рубежом.

Несмотря на значимость иены на мировых валютных рынках, ее применение в международных расчетах японскими фирмами весьма ограничено. Практика использования национальных валют, как правило, характерна для большинства экспортеров развитых стран, но только не для Японии. Лишь небольшое число коммерческих контрактов, облигаций и банковских займов выражено в иенах, и нигде эта ситуация не проявляется так явно, как в самой Японии, где японские компании и инвесторы чаще совершают сделки в долларах, чем в иенах.

Противоречия использования иены в международном валютном и торговом обороте вызывают необходимость исследования сложившейся ситуации и установления причин, лежащих в ее основе, что может позволить предугадать перспективы употребления иены в международных финансовых и коммерческих сделках.

## ИЕНА И ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА ЯПОНИИ

В 1964 г. Япония приняла на себя обязательства, вытекающие из ст. VIII «Общие обязательства государств-членов» соглашения Международного валютного фонда (далее — МВФ)<sup>1</sup>, в соответствии с которыми она ввела свободную конвертируемость иены по текущему счету платежного баланса, хотя у правительства были опасения в том, что в результате принятия этого решения может быть ограничен контроль над денежной массой и усилена волатильность обменного курса. В отличие от многих восточноазиатских экономик, использующих режим управляемых валютных курсов, Япония поддерживает режим свободно плавающего валютного курса, предусматривающего определение обменного курса иены на основе спроса и предложения на валютном рынке. Однако власти вмешиваются в случае сильных колебаний иены относительно других валют, используя доллар в качестве валюты интервенций, совершаемых Банком Японии, которые он проводит по поручению Министерства финансов. В целях предотвращения излишней волатильности иены Банк Японии ранее осуществлял валютные интервенции с целью покупки иностранной валюты, способствуя предотвращению быстрого роста курса иены. Исключением был 1998 г., когда власти вмешались, чтобы продать иностранную валюту в целях предупреждения быстрого снижения курса иены. В период с января 2003 по март 2004 г. были проведены массовые интервенции японской валюты на общую сумму более 35 трлн иен, направленные на сдерживание быстрого повышения курса иены и дефляции. Последняя валютная интервенция, проведенная Банком Японии в октябре 2011 г., была рекордно большой — более 8 трлн иен<sup>2</sup> за один месяц [1]. После 2011 г. валютных интервенций Банк Японии не проводил.

Валютные интервенции оказали сглаживающее влияние на динамику курса японской валюты, по-

<sup>1</sup> Соглашение принято 22 июля 1944 г. в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Хэмпшир (США), на валютно-финансовой конференции ООН. Российская Федерация присоединилась к числу членов МВФ. Постановление Верховного Совета Российской Федерации от 22.05.1992 № 2815-1.

<sup>2</sup> Валютный курс иены по отношению к доллару США составлял, например в мае 2011 г., 0.012329. Этот курс косвенный. Для котировки иены к доллару применяется в основном прямой курс, составляя приблизительно 107 иен за 1 доллар.

могли снизить скорость повышения ее стоимости и избежать падения соответствующей валюты интервенции. Однако, как показала практика, для предотвращения дальнейшего роста курса иены требовались иные методы денежно-кредитной политики, чем простые интервенции на валютном рынке. Эти методы были применены в рамках новой денежно-кредитной политики Банка Японии, проводившейся в рамках экономического плана японского премьера С. Абэ, направленного на решение проблемы хронической дефляции в японской экономике и оказавшегося на первых порах достаточно успешным, достигнув поставленных целей. В отличие от валютных систем других восточноазиатских стран — соседей Японии, ее валютная система свободна от ограничений на проведение платежей и переводов по текущим международным операциям, за исключением лимитов, введенных исключительно в целях сохранения национальной или международной безопасности в соответствии с решением № 144–(52/51) исполнительного совета МВФ<sup>3</sup>.

## ДИНАМИКА КУРСА ИЕНЫ: ФАКТОРЫ ВОЗДЕЙСТВИЯ

За последние два десятилетия Япония столкнулась с рядом проблем, таких как старение населения, дефляция, огромный государственный долг и медленный экономический рост. С начала 1990-х гг. экономика Японии вступила в стагнацию, которая продолжалась 20 лет. Средние темпы прироста реального ВВП за этот период составили около 1%. В течение последних 40 лет иена укреплялась как в номинальном, так и в реальном обменных курсах. Эта хроническая тенденция к повышению курса иены была определяющей даже в период «потерянного десятилетия» 1990-х гг.,<sup>4</sup> глобально-

<sup>3</sup> International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018. Washington, 2019. P. 60.

<sup>4</sup> Потерянное десятилетие (1991–2000 гг.) — период «застоя» в экономике Японии после коллапса японского финансового пузыря. В результате массовых спекуляций 1980-х гг. со стороны японских компаний, банков сочетание исключительно высокой стоимости земли и чрезвычайно низких процентных ставок привело к тому, что кредит стал дешев и легкодоступен, став причиной массовых заимствований, доходы от которых инвестировались в акции и ценные бумаги, образовав финансовый пузырь. Для его исключения Министерство финансов резко подняло в конце 1989 г. процентные ставки. Финансовый пузырь лопнул, что привело к массивному краху на фондовом рынке и спровоцировало долговой кризис.

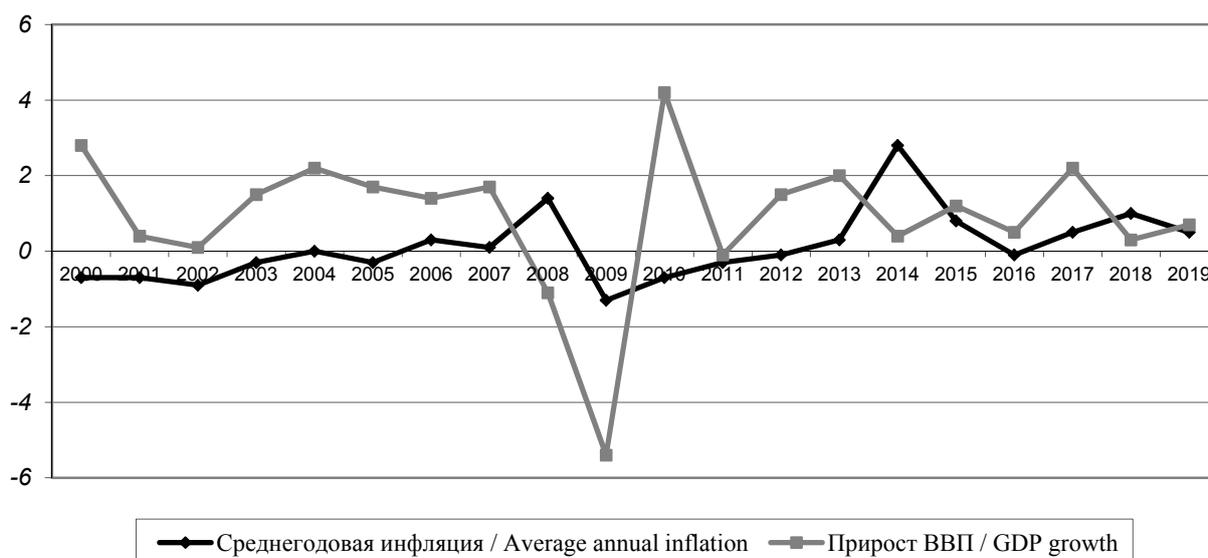


Рис. 1 / Fig. 1. Динамика среднегодовых темпов инфляции и темпов прироста ВВП в 2000–2019 гг., % / The dynamic of average annual inflation and GDP growth rates in 2000–2019, %

Источник / Source: составлено автором на основе данных МВФ / compiled by the author based on data IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Countries/JPN>.

го финансового кризиса 2007–2009 гг. и аварии на АЭС «Фукусима-1» в 2011 г. Кроме того, несмотря на старение населения и быстрорастущий государственный долг, иена постоянно укреплялась. Запуск новой экономической политики — «абэномики» в 2013 г. обратил вспять эту тенденцию, однако не ясно, насколько долгосрочной она будет.

Одним из основных факторов, лежавших в основе повышения курса иены, была хроническая дефляция в японской экономике, которая способствовала снижению цен, падению экономической активности и стагнации экономического роста в Японии (рис. 1).

Симптомы долгосрочной дефляции стали заметны во второй половине 1990-х гг., а в 2000-е гг. дефляцию можно было рассматривать как основную характеристику японской экономики. Дефляционные тенденции в экономике снижают экономическую активность хозяйствующих субъектов и способствуют росту склонности населения к сбережению, что негативно сказывается как на текущем потреблении, так и на динамике инвестиций. Как правило, в условиях дефляции предприятия привлекают заемные средства для осуществления новых инвестиционных проектов и проявляют осторожность в оценке перспектив роста на рынках, где они работают.

Другим фактором, определявшим тенденцию к повышению курса иены, был профицит текущего счета платежного баланса. Периоды повышения кур-

са иены, как правило, были связаны с изменениями в балансе текущего счета — при росте его профицита иена имела тенденцию к росту, и наоборот. Обращает на себя внимание тот факт, что курс иены повышался даже во время мирового финансового кризиса 2007–2009 гг. и после аварии на АЭС «Фукусима-1» в 2011 г. Мировой финансовый кризис вызвал рост курса доллара США по отношению к большинству валют, за исключением иены. Причина повышения курса доллара США заключалась в том, что американские компании финансового сектора, испытывавшие нехватку средств, репатриировали огромные объемы долларовой ликвидности в США из остального мира, оказывая повышательное давление на доллар. Например, Южная Корея столкнулась с быстрым оттоком ликвидности, резким обесцениванием валюты и большой потерей валютных резервов. Повышение курса иены оказало негативное влияние на японский производственный сектор и его экономическую активность. Последние мировые кризисы также вызвали рост курса иены, что усугубило негативные последствия для японской экономики. Больше всего пострадали крупные высокотехнологичные японские предприятия, имеющие производство в Японии, в том числе такие крупные и конкурентоспособные компании, как *Toyota*. В то же время компании, имевшие производства за рубежом, почти не понесли потерь при росте курса иены.

В целях повышения стимулирования экономического роста в Японии в начале января 2013 г. премьер-министр Синдзо Абэ выступил за разработку и реализацию комплексной стратегии экономической политики, получившей неофициальное наименование «абэномика». Термин «абэномика» применяется к направлениям экономической политики, нацеленным на оживление экономики, которые получили название «трех стрел»: активная денежно-кредитная политика, гибкая налогово-бюджетная политика и структурные реформы для повышения конкурентоспособности и экономического роста Японии. Новая денежно-кредитная политика предусматривала целевой уровень инфляции в 2%, который предполагалось достичь с помощью японского аналога американской политики количественных и качественных смягчений, активно проводившейся после кризиса 2008–2009 гг. ФРС США, за счет покупки большого количества государственных облигаций у их корпоративных держателей. Хотя выкуп государственных облигаций практиковался и раньше, Банк Японии увеличил объем государственных ценных бумаг на своем балансе с 2012 по 2016 г. в 3,3 раза с 1,253 до 4,177 трлн иен. Результатом этого стал рост денежной массы, в основе которого лежало политически мотивированное масштабное увеличение денежной базы в 3,6 раза за период с декабря 2012 по август 2017 г. [2]. Кроме того, Банк Японии ввел отрицательную процентную ставку в 2016 г. для достижения целевого уровня инфляции, где она и продолжает находиться все последние годы. Смысл установления отрицательной процентной ставки состоял в том, чтобы увеличить количество банковской ликвидности на рынках корпоративного и потребительского кредитования, спровоцировав в экономике общий рост инвестиционных и потребительских расходов и товарных цен. Гибкая налогово-бюджетная политика проводилась путем реализации ряда экономических пакетов, которые состояли в основном из государственных расходов на строительство и поддержание такой инфраструктуры, как дороги, мосты и туннели в районах, пострадавших от землетрясения и цунами. Денежно-кредитная политика, проводимая Центральным банком Японии в рамках «абэномики», должна была иметь определенные последствия для иены. На начальном этапе ее развития некоторые восточноазиатские страны проявляли озабоченность по поводу возможного обесценивания японской валюты, которое, по их

мнению, должно было привести к региональной конкурентной девальвации и снижению ВВП соседних стран. В целом в мире резкое удешевление иены рассматривалось как один из элементов валютной войны против торговых партнеров. Однако вопреки первоначальному опасениям фондовые рынки Восточной Азии, которые сначала негативно откликнулись на снижение курса иены, впоследствии стали на него реагировать положительно по мере проведения политики количественного смягчения. Этот факт можно объяснить ограниченной ролью иены как международной и региональной валюты, поскольку в Юго-Восточной Азии доминирующей валютой все-таки является не иена, а доллар США [3].

Важным фактором, влияющим на конкурентные преимущества японской валюты, является состояние японского государственного долга. По соотношению объема государственного долга к ВВП Япония находится на 1-м месте в мире. В 2019 г. этот показатель составил 239% и продолжает расти. Однако огромный объем государственного долга по отношению к ВВП Японии ни в ней самой, ни за ее пределами не вызывает серьезных опасений. Международные рейтинговые агентства определили рейтинг Японии на январь 2019 г. как высокий: A+ (*Standard&Poor's*), A1 (*Moody's*) и A (*Fitch*). Авторитетные международные эксперты не ожидают дефолта Японии, что объясняется спецификой формирования государственного долга и относительной стабильностью структуры финансовой системы страны. Существует несколько факторов, лежащих в основе этой благоприятной реакции рынка. *Во-первых*, большая часть суверенного долга, особенно долгосрочные японские государственные облигации, принадлежит японским инвесторам, а доля иностранных инвесторов составляет лишь около 10%. Это препятствует бегству инвестиций, особенно японских банков, от суверенного долга к иностранным финансовым активам. Устойчивости облигационного рынка Японии также способствует высокий уровень личных накоплений населения. *Во-вторых*, текущий счет находится в профиците, означая, что Япония не должна полагаться на внешние заимствования для финансирования бюджетного дефицита. Это дает рынку уверенность в том, что дальнейшая эмиссия долгов все еще может финансироваться внутри страны без особых трудностей. *В-третьих*, имеются возможности для существенной бюджетной консолидации за счет повышения ставки налога на потребление, которая в настоящее

время после ее повышения составляет 10%. Япония могла бы повысить ставку налога на потребление до 20%, что является нормой в западноевропейских странах, генерируя тем самым общий налоговый доход в размере 55 трлн иен (примерно 11% ВВП) и способствуя фискальной консолидации. *В-четвертых*, относительная стабильность финансовой системы Японии подкрепляется существенными золотовалютными резервами: валютные резервы составляют 1256,4 млрд долл. США, или 24,78% ВВП, запасы золота — 34,6 млрд долл. США, или 765,2 тонн [4]. Наконец, высокий рейтинг финансов Японии обусловлен осторожностью ее финансовой политики и устойчивостью кредитно-денежной системы.

Важным фактором, оказывающим влияние на динамику курса иены, являются масштабные валютные спекуляции, связанные с особенностями процентной политики Банка Японии и сложившимся статусом японской валюты как низкодоходного актива. Как правило, рост иностранных процентных ставок приводит к обесцениванию иены. Однако он также поощряет деятельность иностранных инвесторов в рамках так называемой стратегии керри-трейд (*carry trade*), которая представляет собой заимствование денег в низкодоходной валюте и инвестирование в высокодоходную валюту. Япония оказалась в фокусе данного процесса из-за около нулевых процентных ставок, установленных регулятором на внутреннем рынке. Низкие процентные ставки вынуждают институциональных и индивидуальных инвесторов искать доходность за рубежом. Важным фактором валютных спекуляций, проводящихся в рамках стратегии керри-трейд, является курсовая устойчивость валют, которые используются для валютных спекуляций. В случае увеличения волатильности валютных курсов происходят разворот направленности доходности стратегии керри-трейд и обратный отток капиталов в иену. Японская политика низких ставок вытеснила из Японии триллионы долларов. Вот уже почти тридцать лет Япония является крупнейшим инвестором в мире. Большая часть этих денег ушла в акции, недвижимость и облигации стран с формирующимся рынком. Однако операции керри-трейд могут оказаться и не такими выгодными, как это кажется на первый взгляд. Полученная сверхприбыль может резко снизиться из-за больших потерь вложенных средств, обусловленных падением курса высокодоходной или ключевой валюты. Возникающие риски неопределенности

могут привести к повышению курса иены из-за эффекта валюты-убежища, которой она является в силу того, что иена менее подвержена рискам потери своей стоимости, чем иные мировые валюты. Общая доходность стратегии керри-трейд может сильно варьироваться в зависимости от изменения обменного курса. В период относительно низкой волатильности обменных курсов с 2003 по 2007 г. она была достаточно прибыльной, причем колебания валютных курсов между важными валютными парами часто приводили к увеличению их доходности, например к повышению курса австралийского и новозеландского долларов по отношению к иене. Продолжение политики нулевых ставок, которую проводит Банк Японии, может стимулировать нерегламентированную деятельность валютных спекулянтов по керри-трейду и увеличит вероятность значительного повышения курса иены. Как показали исследования, более высокие процентные ставки в США, как правило, обесценивают иену и стимулируют деятельность по керри-трейду, что в свою очередь увеличивает вероятность значительного повышения курса иены в дальнейшем [5].

## ИЕНА КАК МЕЖДУНАРОДНАЯ ВАЛЮТА

Интернационализация японской иены за последние 15 лет обуславливалась множеством внутренних и внешних факторов, к которым можно отнести спад мировой экономики, мягкую монетарную политику Банка Японии и затянувшуюся дефляцию, которая нанесла существенный ущерб как финансовой системе, так и всей японской экономике в целом, затормозив развитие страны почти на два десятилетия. Вес иены как международной валюты был ограничен по сравнению с долларом США и евро. Доля иены в международном валютном обороте снизилась с 28% в 2004 г. до 16,8% в 2019 г., однако она по-прежнему выше доли фунта стерлингов, которая в 2019 г. составляла 12,8%. Несмотря на это снижение, иена остается третьей наиболее торгуемой валютой в мире (см. таблицу).

Падение оборота иены произошло в основном из-за сокращения кросс-курса *JPY/USD* на фоне ее низкой волатильности<sup>5</sup>. Напротив, торговля другими популярными валютными парами, такими как *EUR/JPY* и *AUD/JPY*, увеличилась за трехлетний период.

<sup>5</sup> Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange Turnover. 2019. P. 4.

**Валютное распределение внебиржевого валютного оборота / Currency distribution of OTC foreign exchange turnover**

Валютное распределение внебиржевого валютного оборота, % / Currency distribution of OTC foreign exchange turnover, %			Внебиржевой валютный оборот по валютным парам, % / OTC foreign exchange turnover by currency pair, %		
Валюта / Currency	2004	2019	Валютная пара / Currency pair	2004	2019
USD	88,0	88,3	USD/EUR	28,0	24,0
EUR	37,4	32,3	USD/JPY	17,0	13,2
JPY	20,8	16,8	USD/GBP	13,4	9,6
GBP	16,5	12,8	USD/AUD	5,5	5,4

Источник / Source: Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange Turnover. 2019. P. 4.

Очень высокий вес доллара США в торговле на валютном рынке свидетельствует о том, что он играет роль валюты, опосредующей обмен других валют. Например, конвертация иены в южнокорейскую вону осуществляется обычно через доллар США. Что касается иены, то сегодня нет никаких признаков того, что иена выполняет функцию мировой валюты — посредника на мировых валютных рынках.

В период 1970-х — 1980-х гг., который характеризуется как время экономической экспансии Японии, использование иены в международных валютных резервах центральных банков и для осуществления расчетов в международной торговле значительно возросло. К 1990 г. около 40% японского экспорта и 20% импорта были деноминированы в иенах. Центральные банки крупнейших развитых экономик держали иену в своих резервах благодаря усилиям Банка Японии по ее интернационализации. Доля иены в международных резервах росла на протяжении 1980-х гг. и достигла своего пика в 8% в 1990 г., что было вызвано ростом японской экономики, которая в те годы расширялась в среднем на 4,2% в год [6]. С тех пор доля торговли Японии, которая оплачивается в иенах, практически не изменилась. Данные по валютному составу международных валютных резервов центральных банков стран — членов МВФ показывают, что доля иены снизилась с 8,5% в 1991 г. до 5,7% в IV квартале 2019 г. Иена и фунт стерлингов являются третьей и четвертой по величине международных резервов валютами в мире после доллара США и евро. Что касается использования иены в международных банковских и финансовых операциях, то она играет значительно

меньшую роль по сравнению с долларом и евро, особенно в валютных операциях. Международные банковские депозиты в иенах составляют 1,8%, а международные банковские кредиты в иенах — 2,8%.

Иена не является ни основной мировой валютой, ни ведущей региональной валютой в Азии. Экономика Японии составляет 5% от общего мирового ВВП, что эквивалентно примерно 62% ВВП США, 64% ВВП Еврозоны и примерно 73% ВВП Китая. Можно дать несколько объяснений ограниченному использованию иены в качестве международной валюты. Во-первых, в отличие от доллара США и евро японская валюта не имеет большого веса в мировой финансовой архитектуре и уже, наверное, не сможет стать ведущей региональной валютой в Азии. Основной причиной этого является нежелание самих японских властей способствовать большей интернационализации иены в мировой валютной системе, поскольку чрезмерное встраивание в мировую валютную систему ослабит контроль над иеной из самой Японии. Во-вторых, использование иены для выставления счетов в торговле Японии ограничено вследствие специфической торговой структуры страны. Япония зависима от США как своего основного экспортного рынка и от импорта большого количества ресурсов (минералов, топлива, сырья и основных товаров) для своего промышленного производства. Торговля с США, а также с другими странами, как правило, деноминирована в долларах, что сокращает использование иены. Кроме того, значительная часть торговли осуществляется японскими ТНК, способными сочетать экспорт и импорт в долларах

США и минимизировать валютные риски. С точки зрения японских ТНК, ведущих международный бизнес, выставление счетов в иенах не имеет особого значения для внутрифирменной торговли, торговли компонентами и готовой производственной продукцией. В результате они имеют ограниченный интерес к использованию иены в международной торговле. *В-третьих*, валютный рынок и рынок капитала Японии не являются такими ликвидными, как рынки в Нью-Йорке или Лондоне. Отсутствие рыночной инфраструктуры с международными стандартами и их зарегулированность препятствуют расширению использования иены. В связи с этим иностранные частные инвесторы на токийских рынках достаточно неохотно используют деноминированные в иенах инструменты для осуществления международных торговых и инвестиционных операций. *В-четвертых*, Япония — единственная развитая экономика в Восточной Азии среди большинства ее соседей — развивающихся стран, которые в основном являются экономиками долларовой зоны. У этих экономик мало стимулов использовать иену, поскольку они стремятся поддерживать стабильные обменные курсы по отношению к доллару [7]. Так же как Япония, европейские страны в 1960-е и 1970-е гг. находились на похожей стадии экономического развития, а их экономическая взаимозависимость, особенно через горизонтальную внутриотраслевую торговлю и прямые иностранные инвестиции, давала стимул к тому, чтобы выставлять счета за высокую долю внутриевропейской торговли в их собственных национальных валютах. После введения евро многие европейские страны естественным образом выбрали евро в качестве валюты выставления счетов. Этот тип симметричных отношений не был развит в Азии, и в результате большая часть торговли Японии с развивающимися азиатскими экономиками осуществляется в основном в долларах. Наконец, продолжительный период экономической и финансовой стагнации в Японии в 1990-е гг. не позволил использовать иену в качестве международной валюты. Пострадавшие от банковского кризиса японские банки были парализованы в продвижении международного бизнеса, и в результате процесс интернационализации иены прекратился. Кроме того, размер японской экономики, измеряемый в пересчете на иены или доллары США, практически не рос в течение этого периода, что также негативно повлияло на использование иены в качестве международной валюты.

Несмотря на снижение использования иены в международном валютном и торговом оборотах, иена считается валютой-убежищем, т.е. валютой, которая дорожает в условиях усиления глобальных финансовых рисков. Иена дорожает по отношению к доллару США, когда цены на американские акции снижаются, а цены на американские облигации и валютная волатильность увеличиваются. Иена и швейцарский франк являются единственными валютами, которые повышаются по отношению к доллару США во время эпизодов усиления глобальных финансовых рисков. Валюты-убежища, как правило, имеют низкие процентные ставки, сильную чистую позицию по иностранным активам и глубокие и ликвидные финансовые рынки. Япония отвечает всем этим критериям [8].

Тенденция усиления позиций иены из-за рассмотрения ее как валюты-убежища особенно ярко проявилась в период пандемии *COVID-19* и резкого падения цен на нефть в марте 2020 г. В разгар этих событий японская валюта достигла многолетних небывалых максимумов по отношению к ряду валют, в том числе к доллару США (рис. 2), что лишним раз демонстрирует, что валюта-убежище — не теоретическая конструкция, посредством которой трейдеры и инвесторы могут искать убежище на практике. Судя по событиям во время кризиса в марте 2020 г., иена по-прежнему является самой надежной валютой-убежищем.

### **ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА ЯПОНИИ И ИЕНА**

Банк Японии является пионером и разработчиком нетрадиционной денежно-кредитной политики, которая стала активно применяться развитыми странами в период глобального финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг. Важным элементом политики Банка Японии по стимулированию роста и выходу из дефляции стало денежно-кредитное стимулирование посредством политики нулевой процентной ставки и количественного смягчения. Хотя Банк Японии проводил политику количественного смягчения с 2001 г., а околонулевые процентные ставки удерживались с конца 1990-х гг., существенного положительного эффекта эти действия не принесли. Современный этап денежно-кредитной политики Японии, проводимый Банком Японии с 2013 г. в рамках первой стрелы «абэномики», предусматривает новую структуру денежно-кредитной политики, состоящую из бо-

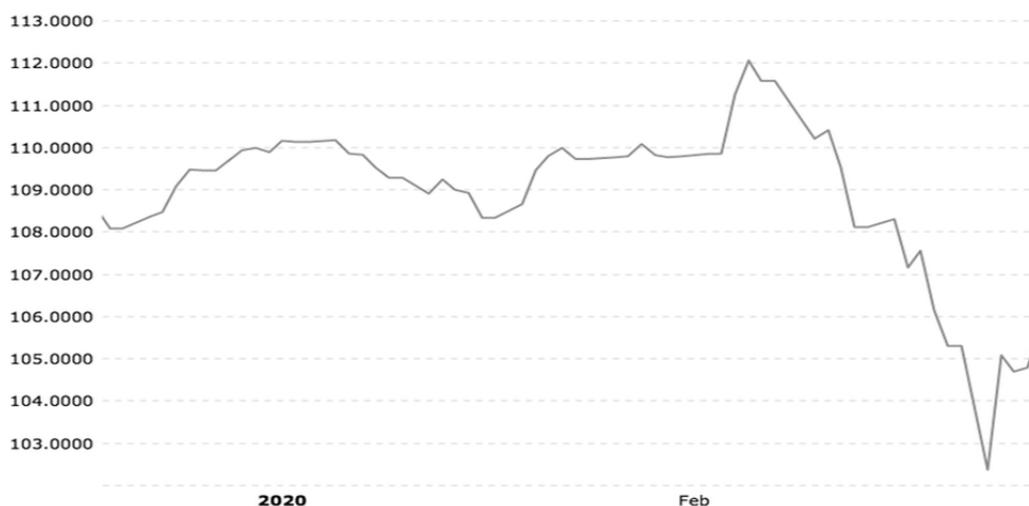


Рис. 2 / Fig. 2. Динамика курса иены к американскому доллару в феврале-марте 2020 г. /  
The dynamic of the exchange rate of the Japanese yen to the US dollar in February-March 2020

Источник / Source: Macrotrends – The Premier Research Platform for Long Term Investors. URL: <https://www.macrotrends.net/>.

лее высокого целевого показателя инфляции в 2% и беспрецедентной программы покупки активов, в том числе долгосрочных государственных облигаций. Выкуп активов Банком Японии по масштабам превосходил аналогичные действия ФРС США, притом что экономика Японии намного меньше американской экономики. Важной особенностью денежно-кредитной политики Банка Японии является бессрочность реализуемых мер, поскольку его руководство считало цель достижения порога инфляции в 2% важнее, чем обозначение периода ее реализации. Данные меры регулятора позволили поднять уровень инфляции в 2014 г. до 2,4%, однако в последующие годы она вновь снизилась до околонулевых значений. В 2016 г. Банк Японии принял решение об использовании отрицательной процентной ставки по части избыточных резервов, принадлежащих частным финансовым учреждениям в ЦБ, тем самым предполагая, что отрицательная процентная ставка увеличит совокупный спрос и инфляционные ожидания, а значит, и достижение инфляции в 2%. Несмотря на введение отрицательной процентной ставки, страх перед сокращением нормы прибыли для финансовых учреждений затмил ожидание положительного эффекта от ее снижения. Это способствовало падению стоимости акций в банковском секторе и, следовательно, сделало инвесторов более склонными к риску. В свою очередь это привело к повышению курса иены как надежного актива [9]. Таким образом, политика количественного и качественного

смягчения Банка Японии, сопровождаемая отрицательными процентными ставками, так и не смогла достичь заявленной цели, оставив инфляцию ниже ее целевого уровня в 2%. Новый курс денежно-кредитной политики Банка Японии оказался не так эффективен, как этого ожидали правящие круги Японии. Он дал лишь временную передышку от дефляции, а те инфляционные тренды, которые появились в экономике Японии после начала проведения новой денежно-кредитной политики, могут оказаться краткосрочными.

Введение Банком Японии отрицательных ставок не привело к ослаблению иены, как ожидалось, что было обусловлено в первую очередь восприятием ее как валюты-убежища. Несмотря на все трудности, с которыми приходится сталкиваться японской экономике, стоимость иены увеличится, если глобальные риски усилятся. Подобно золоту и швейцарскому франку иена имеет тенденцию дорожать в условиях повышенных финансовых рисков. Рост финансовой неопределенности приводит к тому, что трейдеры и инвесторы ищут наиболее безопасные с их точки зрения активы для вложения. Рост спроса на такие активы приводит к резкому росту их стоимости. Число таких активов-убежищ небольшое и обычно включает драгоценные металлы, облигации, выпущенные странами, которые считаются наименее подверженными дефолту, а также валюты, в которых эти облигации деноминированы. Иена, наряду со швейцарским франком, обладающим долгой историей низкой инфляции и политиче-

ской финансовой стабильности, имеет дополнительную привлекательность в том, что она более ликвидна, а это означает, что она более доступна для международной торговли. В контексте глобального смягчения денежно-кредитной политики для предотвращения надвигающейся рецессии меры поддержки со стороны Банка Японии могут фактически повысить курс иены, хотя это последнее, что он хочет видеть, поскольку это сделает японский экспорт менее конкурентоспособным и приведет к раскручиванию спирали дефляции.

## ВЫВОДЫ

Благоприятная динамика экономических показателей и либерализация движения капиталов, как показывает японский опыт, могут усилить международные функции национальной валюты. В период высоких темпов экономического роста и выхода Японии на уровень второй по размерам ВВП экономики мира иена вошла в ограниченный круг валют, используемых в трансграничных сделках. Несмотря на последующий длительный экономический спад и снижение роли Японии в мировом хозяйстве, иена остается одной из ведущих валют в международном валютном обороте и третьей по величине международных резервов валютой в мире. Подобно британскому фунту стерлингов и швейцарскому франку иена является резервной валютой с ограниченным охватом. В рамках международной валютной системы она находится в комплементарном, а не конкурентном положении с долларом США, а в Азии она может в конечном счете оказаться в комплементарном положении с юанем. В то же время она так и не приобрела статус, соизмеримый с экономическими позициями страны в 1980–1990-е гг., что объясняется следующими объективными факторами.

*Во-первых*, основными торговыми контрагентами Японии являются страны, использующие в качестве валюты торговых расчетов преимущественно доллар США.

*Во-вторых*, валютная политика японских ТНК направлена на максимальное снижение валютных рисков, вынуждая их сокращать долю иеновых активов, в результате чего они проявляют ограниченный интерес к использованию иены в международной торговле.

*В-третьих*, японский валютный рынок и рынок капитала имеют ограниченные функции, что сдерживает развитие Токио как одного из ведущих

финансовых центров и является серьезным препятствием для расширения использования иены.

На сегодняшний день иена является третьей наиболее часто используемой валютой в мире, уступая доллару США и евро. Хотя значение китайского юаня быстро растет, его управляемый статус и отсутствие гибкости приводят к тому, что иена по-прежнему остается предпочтительной азиатской резервной валютой по сравнению с юанем. В связи с этим в ближайшие годы иена скорее всего будет третьей по величине международных резервов валютой в мире. Как международная резервная валюта, имеющая неформальный статус валюты-убежища, иена является предпочтительным инструментом формирования международных резервов в условиях роста финансовых рисков и возникновения финансовых кризисов.

Банк Японии был пионером в проведении нетрадиционной денежно-кредитной политики, такой как количественное смягчение и установление околонулевых процентных ставок. Низкие процентные ставки сделали иену очень привлекательной валютой для инвесторов, что позволяет им участвовать в так называемых кэрри-трейдах, которые представляют собой заимствование денег в низкодходной валюте и инвестирование в высокодходную валюту. Однако усиление рисков в мировой финансовой системе приводит к повышению курса иены из-за эффекта ее статуса валюты-убежища, которой она является, и обратному оттоку капиталов в иену, вызывая рост на нее спроса и увеличение ее стоимости. Тенденция усиления позиций иены из-за рассмотрения ее как валюты-убежища особенно ярко проявилась в период пандемии *COVID-19* и резкого падения цен на нефть в марте 2020 г. В разгар этих событий японская валюта достигла многолетних небывалых максимумов по отношению к целому ряду валют, в том числе к доллару США. Валютные спекуляции кэрри-трейд оказывают негативное влияние как на денежно-кредитную и валютную политики Банка Японии, так и на интернационализацию иены. Введение Банком Японии отрицательных ставок не привело к ослаблению иены, как ожидалось, что было обусловлено в первую очередь ее восприятием как валюты-убежища. Однако, несмотря на все трудности, с которыми приходится сталкиваться японской экономике, ее валюте можно предсказать еще больший рост, если глобальные риски усилятся.

## БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета.

## ACKNOWLEDGEMENT

The article is based on the results of research carried out at the expense of budgetary funds of the state assignment to the Financial University.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Kawai M. Asian Monetary Integration: A Japanese Perspective. Asian Development Bank Institute Working Paper. 2014. No. 475. P. 13.
2. Grabowiecki J. Abenomics: from the “Great Stagnation” to the “Three-Arrows Strategy”. *International Journal of Management and Economic*. 2019;55(3):205.
3. Fukuda S. Spillover effects of Japan’s quantitative and qualitative easing on East Asian economies. Development Bank Institute Working Paper. 2017. No. 631. P. 28.
4. Ноздрева Р.Б. Государственный долг Японии: анализ особенностей и оценка перспектив // Вестник МГИМО-Университета. — 2019. — № 12(5). — С. 122. — ISSN 2071–8160.  
Nozdreva R. B. Japan’s public debt: analysis of features and assessment of prospects. *Bulletin of MGIMO University*. 2019;12(5):122. (In Russ.).
5. Fei Han F., Westelius N. Anatomy of Sudden Yen Appreciations. IMF Working Paper/ 2019. No. 19/136. P. 15.
6. Subacchi P. Expanding beyond borders: the yen and the yuan. Asian Development Bank Institute Working Paper. 2013. No. 450. P. 13.
7. Ito T., Koibuchi S., Sato K., Shimizu J. Why has the yen failed to become a dominant invoicing currency in Asia? A firm-level analysis of Japanese Exporters’ invoicing behavior. NBER Working Paper. 2010. No. 16231. P. 3.
8. Botman D., Filho I., Lam R. The curious case of the yen as a safe haven currency: a forensic analysis. IMF Working Paper. 2013. No. 13/228. P. 5.
9. Shirai S. The Bank of Japan’s Super-Easy Monetary Policy from 2013–2018. Asian Development Bank Institute Working Paper. 2018. No. 896. P. 4.

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

**Владислав Владимирович Антропов** — доктор экономических наук, профессор Департамента мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия; профессор кафедры экономической теории, Российский государственный университет нефти и газа имени И.М. Губкина, Москва, Россия  
antropovvl@yandex.ru

## ABOUT THE AUTHOR

**Vladislav V. Antropov** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of World Finance, Financial University, Moscow, Russia; Prof. at Department of Economic Theory, Gubkin Russian State University of Oil and Gas, Moscow, Russia  
antropovvl@yandex.ru

Статья поступила 15.05.2020; принята к публикации 28.07.2020.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was received 15.05.2020; accepted for publication 28.07.2020.

The author read and approved the final version of the manuscript.