

**КРАТКИЕ НАУЧНЫЕ СООБЩЕНИЯ**

УДК 339.9

Д. В. Смирнова

**ВЛИЯНИЕ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА 2008–2009 гг.  
НА КУРС ЯПОНСКОЙ ИЕНЫ**

Мировой финансовый кризис, причиной которого явились финансовые банкротства в США, оказал серьезное влияние на валютный рынок. С банкротства американского инвестиционного банка «Leman Brothers» в середине сентября 2008 г. американские и европейские финансовые компании столкнулись с проблемой обеспечения ликвидности, вследствие чего были вынуждены продавать активы, выраженные в иностранной валюте, и репатриировать финансовые средства. Проблема ликвидности доллара США, сопряженная с увеличением спреда LIBOR-OIS<sup>1</sup>, стимулировала падение стоимости американской валюты. В то же время валюты восточноазиатских стран, не находящихся в эпицентре финансового кризиса, такие как корейская вона или тайский бат, значительно упали в цене по отношению к доллару США по той причине, что потоки капитала вместо того, чтобы «уходить» из страны, являющейся эпицентром кризиса, направлялись в США. Единственное исключение – японская иена, которая значительно возросла в цене по отношению к доллару США и другим валютам.

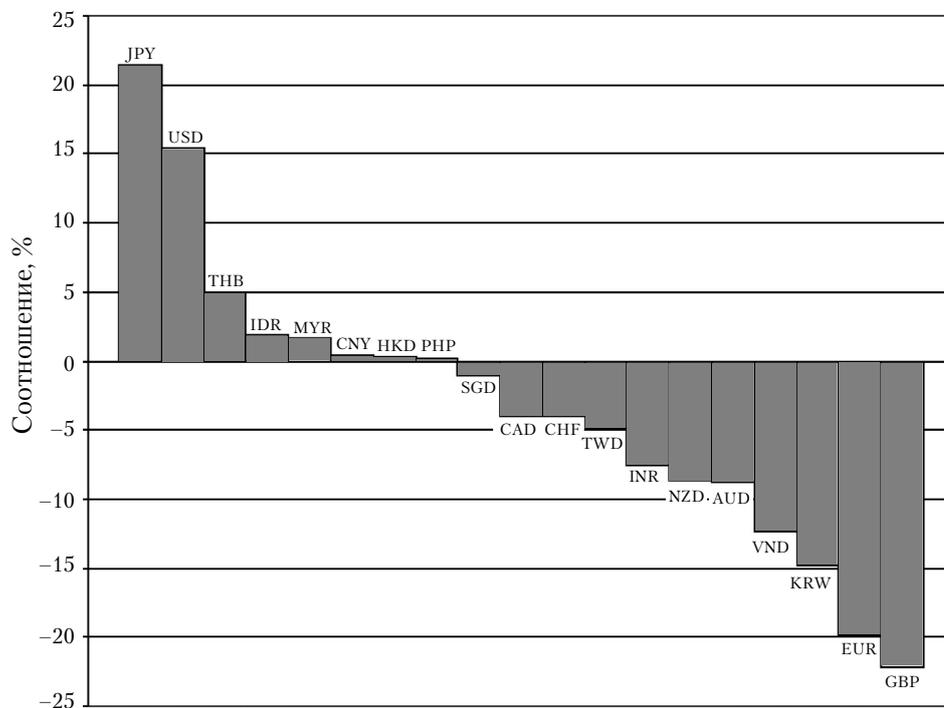
К основным факторам, повлиявшим на изменение курса иены, можно отнести следующие: во-первых, уменьшение процентных ставок странами Большой семерки в связи с мировым кризисом и, как результат, сокращение позиций керри трейд в иенах (*yen-carry trade*); во-вторых, иена является «валютой-убежищем»; в-третьих, падение цен на внутреннем рынке Японии; в-четвертых, валютная интервенция, проведенная ЦБ Японии в сентябре 2010 г.

Рассмотрим перечисленные факторы подробнее. Стратегия керри трейд состоит в заимствовании средств в национальной валюте государства, установившего низкие процентные ставки, конвертации и инвестировании их в национальной валюте государств, определивших высокие процентные ставки. Таким образом, в основе стратегии лежат различные депозитные процентные ставки относительно средств в их национальных валютах<sup>2</sup>. Керри трейд является доходной, если разница в процентных ставках не нейтрализуется ростом обменного курса низкодоходной валюты<sup>3</sup>. В случае гибких обменных курсов валют, при прочих равных условиях, при увеличении позиций керри трейд рост обменного курса целевой валюты увеличивается, а валюты финансирования — падает, что

---

**Дарья Валерьевна СМІРНОВА** — аспирантка кафедры мировой экономики Экономического факультета СПбГУ. В 2009 г. окончила Восточный факультет СПбГУ. Сфера научных интересов — валютные режимы и валютная политика стран Восточной Азии, а также перспективы валютной интеграции в Восточной Азии.

© Д. В. Смирнова, 2010



Изменение курсовой стоимости валют к доллару США, в %  
(соотношение 13.08.2010 к 15.07.2008).

Источник: [1].

стимулирует дальнейшее развитие керри трейд, так как при обесценении курса валюты финансирования процент ее обесценения прибавляется к процентной ставке за рубежом. В результате развитие керри трейд ассоциируется с постепенным ростом курса целевой валюты и падением курса валюты финансирования. Однако такая динамика может быть нарушена и будет развиваться в обратном направлении, если курс целевой валюты внезапно упадет по какой-либо причине.

Очень сложно измерить объемы проводимой керри трейд, однако показатель *carry-to-risk ratio*, измеренный как разница в процентных ставках в стране валюты финансирования и целевой валюты в краткосрочном периоде, деленная на ожидаемую разницу в стоимости валютных опционов, является основным показателем привлекательности проведения керри трейд [2]. Когда данное соотношение велико, например, существует большая разница между иностранной процентной ставкой и национальной процентной ставкой, керри трейд привлекательна и прибыльна. Вследствие уменьшения иностранных процентных ставок странами Большой семерки керри трейд в иенах потеряла привлекательность, и инвесторы, стараясь ограничить свои потери, сократили позиции по керри трейд, сняв деньги с иностранных депозитов и превратив их в валюту финансирования – иены, что создало дополнительный спрос и увеличило обменный курс.

В случае высокой степени неопределенности обменных курсов валют и высокого уровня неприятия риска<sup>4</sup> некоторые валюты, часто называемые «валюты-убежища», кажутся более привлекательными по сравнению с остальными. «Валюта-убежище» – это актив с низким уровнем риска и высокой степенью ликвидности, увеличение стоимости

которого инвестор ожидает даже во время кризиса. Когда уровень неприятия риска низок, ожидается увеличение стоимости доллара США, в противном случае (при высоком уровне неприятия риска) – стоимость доллара США падает по отношению к японской иене и швейцарскому франку, которые являются основными «валютами-убежищами» для инвесторов<sup>5</sup>. Так как в условиях кризиса, по крайней мере, в краткосрочном периоде уровень неприятия риска остается достаточно высоким, инвесторы (которыми могут являться и центральные банки отдельных стран<sup>6</sup>) направляли свои капиталы в Японию, что сопряжено с низкими альтернативными издержками благодаря отсутствию инфляции в этой стране и низким уровнем процентных ставок в других странах, что, в свою очередь, создало дополнительный спрос и еще больше увеличило стоимость иены.

Падение цен на внутреннем рынке Японии содействует увеличению покупательной способности национальной валюты, что приводит к пропорциональному увеличению ее валютного курса. За ростом индекса потребительских цен на 2,4% в августе 2008 г., чему способствовало увеличение цен на нефтепродукты и другие ресурсы, последовало его падение до максимально низкого уровня – минус 2,4% в августе 2009 г. в сравнении с прошлым годом [4, с. 6]. В 2010 г. изменение индекса потребительских цен составило минус 0,9%, что вызвано улучшением соотношения спроса и предложения по мере восстановления экономики (во втором квартале 2010 г. ВВП Японии вырос на 1,5%, что значительно превышает прогнозируемый темп роста в 0,4%) [5].

Рост курса иены ослабляет конкурентоспособность японского экспорта, который выступает основным источником восстановления экономики страны. Так как США являются самым крупным рынком экспорта японских товаров (при том что другие страны также в большинстве своем оплачивают японский экспорт в долларах США), любое увеличение курса иены по отношению к доллару США делает японские товары более дорогими по сравнению с аналогичными товарами других экспортно ориентированных стран, например Китая и Кореи. Экспорт Японии в 2009 г. сократился на 25,6% по сравнению с 2008 г. (импорт снизился на 14,6%) [6, с. 4]. Даже компания «Toyota», занимающая лидирующее место по продажам автомобилей в мире, в 2008 г. понесла первые операционные убытки за всю историю своего существования вследствие как падения спроса на новые автомобили, так и существенного увеличения курса иены. На 2009 г. ожидания экспертов «Toyota» относительно обменного курса USD/JPY были снижены со 100 до 90 иен за один доллар США. При этом операционные убытки на 2009 г., по оценкам экспертов, составили 350 млрд иен (4,03 млрд долл.). При дальнейшем увеличении курса иены на один пункт прибыль компании «Toyota» будет сокращаться на 348 млн иен (4,02 млн долл.) [7].

По прогнозам аналитиков, 2010 г. должен был положить конец чрезмерно высокому курсу иены. Руководство Банка Японии в декабре 2009 г. заявило о вливаниях ликвидности в межбанковский рынок, что должно было способствовать уменьшению курса иены. В связи с ослаблением неприятия риска инвесторы возвратились к проведению керри трейд во второй половине 2009 – начале 2010 г., что также должно было оказать отрицательное влияние на курс иены. Более того, оптимистический прогноз относительно развития экономики США в 2010 г. и обещание Правительства США ужесточить валютную политику должно было укрепить доллар США и ослабить иену [8, с. 2]. Однако данный прогноз не оправдался.

После незначительного обесценения в начале 2010 г. иена стала вновь расти в цене, что оказывает отрицательное воздействие на экономику страны. В долгосрочном периоде высокий обменный курс способствует перераспределению факторов производства в секторы, не подверженные напрямую иностранной конкуренции, и выносу производства

за рубеж. Согласно данным МЕТІ, в 2008 г. производство японских компаний за рубежом составило 17% от общего производства на территории страны, в сравнении с 2,2% в 1983 г. [9]. Несмотря на восстановление экспорта и его рост на 25% в 2010 г. [10] (относительно данных за 2009 г.), дальнейшее увеличение стоимости иены вынудит компании перенести большую часть производства за пределы Японии, что способствует увеличению и без того высокого уровня безработицы и усугубит проблему дефляции. В краткосрочном периоде «дорогая» иена делает японские товары менее конкурентоспособными с аналогичными товарами других стран-экспортеров, что вынуждает экспортные компании искать возможности увеличения производительности в сфере производства, а также сокращать уровень заработной платы сотрудников и их количество. Это, в свою очередь, сокращает расходы и частное потребление, что поддерживает дефляцию.

Для увеличения спроса внутри страны в долгосрочном периоде представляется целесообразным оказание прямой финансовой поддержки предприятиям и проведение дополнительного обучения для сокращения уровня безработицы, что возлагает дополнительное бремя для государственного бюджета. Бюджет Японии на 2011 г. достиг максимального уровня в 96,75 трлн иен, что превышает бюджет страны на 2010 г., равный 95,04 трлн иен (44% ВВП Японии), вследствие увеличения государственного долга<sup>7</sup> и необходимости его обслуживания, а также расширения социальных программ<sup>8</sup>. Увеличение нагрузки на госбюджет при возможном сокращении доходов от экспорта вынуждает руководство ЦБ Японии и Министерство финансов страны рассматривать возможность интервенции на валютный рынок при дальнейшем увеличении обменного курса иены, чтобы сократить государственный долг и избежать дефолта.

Заявление ЦБ Японии 1 декабря 2009 г. о намерении провести интервенцию (объемом в 20 трлн иен)[12, с. 12], совместно с благоприятным прогнозом относительно развития мировой экономики в 2010 г., вызвало временное падение обменного курса до 90–95 иен за один доллар США в начале 2010 г. Тем не менее этого оказалось недостаточно для ослабления позиций иены на валютном рынке, курс которой продолжает расти. 30 августа 2010 г. ЦБ Японии подтвердил намерение об осуществлении интервенции, увеличив общий объем денежных средств до 30 трлн иен [13], за которым, однако, ничего не последовало. 15 сентября 2010 г. обменный курс иены к доллару достиг максимально высокого уровня с 1995 г. — 82,88 иен за один доллар США[14]. Тогда впервые за шесть лет с 2004 г. была проведена интервенция, после чего обменный курс иены тут же упал до 84,52 иен за один доллар США. 28 сентября 2010 г. было официально объявлено, что общий объем средств, выделенных в течение сентября 2010 г. для покупки долларов США с целью ослабления позиции иены на валютном рынке, составил 2,12 трлн иен (25 млрд долл. США). Однако, так как интервенция не была поддержана ЦБ других стран (в частности США и ЕС), эффект не столь существенен — иена продолжает оставаться на достаточно высоком уровне и не превышает отметки в 90 иен за один доллар США, что, по оценкам аналитиков, не изменится в ближайшие 6 месяцев, вплоть до марта 2011 г. [15].

\* \*  
\*

Итак, рост курса иены относительно доллара США, вызванный сокращением позиций керри трейд, желанием инвесторов обезопасить свои активы и падением цен на внутреннем рынке, оказывает негативное влияние на экспорт, который является основой роста экономики страны, и делает экспорт менее конкурентоспособным по сравнению с другими странами. Несмотря на оптимистический прогноз на 2010 г., ситуация оказалась не

столь благоприятной: при продолжающемся росте курса иены и дефляции внутри страны, Япония потеряла свои позиции и уступила Китаю место второй по размеру экономики после США. Более того, огромная нагрузка на бюджет страны, особенно вследствие необходимости обслуживания государственного долга, вынудила руководство ЦБ Японии рассматривать возможность осуществления интервенции, чтобы избежать риска дефолта, которая была проведена 15 сентября 2010 г. Однако выделенного объема финансирования оказалось недостаточно для ослабления позиций иены. Тем не менее развитие экономики Японии и изменение обменного курса иены в будущем зависят не только от государственной политики страны, но и от общемировой конъюнктуры, в частности восстановления экономики США.

---

<sup>1</sup>Ставка LIBOR является средней процентной ставкой по межбанковским кредитам и формируется на основе данных, предоставленных 16 лондонскими банками. Процентный своп на индекс овернайт (OIS) строится по реальным сделкам, вследствие чего кредитный риск не учитывается. Так как в ставке LIBOR учитывается кредитный риск, то данная ставка больше ставки OIS, поэтому спред LIBOR-OIS показывает премию за кредитный риск. Увеличение спреда LIBOR-OIS может свидетельствовать об усилении ожиданий риска дефолта или о большей компенсации, запрашиваемой инвесторами. При падении цен на активы во время кризиса банки неохотно предоставляли средства на межбанковском рынке. Это, в свою очередь, сократило объем денежной массы в обращении и потребовало большей премии по риску на предоставление займов с более долгим сроком платежа (так как данные активы менее ликвидны). Нежелание банков предоставлять друг другу средства на денежном рынке на более длительный срок также способствовало увеличению спреда. Следовательно, спред LIBOR-OIS может служить подходящим средством для измерения риска ликвидности рынка: чем он шире, тем хуже ситуация на денежном рынке.

<sup>2</sup>Например, инвестор берет в долг 1000 иен в японском банке, конвертирует эти деньги в австралийские доллары (AUD) и на эту сумму покупает бонд (долговое обязательство правительства или компании). Предположим, что выплаты по бонду составляют 6,0% годовых, а стоимость заимствования в Японии близка к нулю (0,1%). Так, инвестор должен заработать на этой операции примерно 5,9% (6,0–0,1%) при условии, что курс иены по отношению к австралийскому доллару останется неизменным.

<sup>3</sup>Низкодоходная валюта является валютой финансирования, а высокодоходная валюта – целевой валютой при проведении керри трейд.

<sup>4</sup>Неприятие риска показывает отношение инвесторов к возможному принятию рисков, как, например, увеличение премии по риску на менее ликвидные активы.

<sup>5</sup>В то же самое время доллар США может расти в цене относительно валют других стран, преимущественно развивающихся, для которых он является «валютой-убежищем».

<sup>6</sup>ЦБ Китая на начало сентября 2010 г. уже приобрел финансовые активы, выраженные в иенах, общей стоимостью в 20 млрд долл. США, почти в 5 раз больше, чем за последние 5 лет в совокупности. Официально руководство Китая пытается диверсифицировать свои резервы в иностранной валюте, так как падение курса доллара США также уменьшает стоимость финансовых активов, в них выраженных, но скрытый мотив очевиден – дополнительный спрос на иены увеличивает обменный курс, что способствует уменьшению конкурентоспособности японского экспорта [3].

<sup>7</sup>Государственный долг Японии на данный момент составляет 180% ВВП и ожидается его увеличение в течение последующих нескольких лет до 200% ВВП. В совокупности государственный долг и негосударственная задолженность (долги частных лиц и корпораций) составляют 380% ВВП – это самый высокий уровень в мире. Однако нужно отметить, что ситуация не столь драматична, как может показаться на первый взгляд, так как 90% государственного долга финансируется посредством национальных средств в связи с высокой нормой сбережений у населения, и лишь 10% – иностранными инвесторами, которые рассматривают вложение средств в государственные облигации Японии как более приемлемую альтернативу наличным деньгам или акциям компаний.

<sup>8</sup>71 трлн иен планируется потратить на общие расходы государства, за исключением расходов на обслуживание государственного долга, равных 24,13 трлн иен. Кроме того, планируется выпустить долговых обязательств государства на сумму в 44 трлн иен для покрытия дополнительных расходов бюджета.

---

1. DBS Bank. URL: [www.dbs.com](http://www.dbs.com) (дата обращения: 20.09.2010).

2. Kohler Marion. Exchange rates during financial crises // BIS Quarterly Review. 2010. March. URL: [www.bis.org](http://www.bis.org) (дата обращения: 20.09.2010).

3. Intervention looms as yen closes in on record high. URL: [www.forexblog.org](http://www.forexblog.org) (дата обращения: 20.09.2010).
4. *Суда Мияко*. Настоящее положение дел и прогноз экономического развития Японии и проведение денежной политики // Банк Японии. 2009. 2 дек. // 須田 美矢子, 日本経済の現状・先行きと金融政策, 2009年12月2日 // 日本銀行. URL: [www.boj.or.jp](http://www.boj.or.jp) (дата обращения: 20.09.2010).
5. Japan's April-June economic growth revised up to annualized 1.5%+. 2010. Sept. 9 URL: [www.breitbart.com](http://www.breitbart.com) (дата обращения: 20.09.2010).
6. Таблицы макроэкономических показателей Японии, Статистика, Банк Японии // 各物価指数の動き (総括表) .日本銀行. URL: [www.boj.or.jp](http://www.boj.or.jp) (дата обращения: 20.09.2010).
7. *Boyd Scott*. Falling Exports and Rising Yen – Japan Can't Catch a Break. URL: [forexblog.oanda.com](http://forexblog.oanda.com) (дата обращения: 20.09.2010).
8. Exchange rates during financial crises // BIS Quarterly Review, March 2010. URL: [www.bis.org](http://www.bis.org) (дата обращения: 20.09.2010).
9. Japanese deflation pushes the yen higher // Weekly Comments. 2010. № 527. August 30 – Sept. 4. URL: [www.Axaim.com](http://www.Axaim.com) (дата обращения: 20.09.2010).
10. Japan Current-Account Surplus Rises Even as Yen Gains. Bloomberg. 2010. Sept. 8. URL: [bloomberg.com](http://bloomberg.com) (дата обращения: 20.09.2010).
11. FY 2011 budget requests hit all-time high of 96.75 tril. yen. 2010. Sept. 1. URL: [www.breitbart.com](http://www.breitbart.com) (дата обращения: 20.09.2010).
12. *Суракава Масааки*. Экономика и денежная политика Японии. 2010. 29 янв. Банк Японии. 白川 方明, 最近の金融経済情勢と金融政策運営. 日本銀行, 2010年1月29日. URL: [www.boj.or.jp](http://www.boj.or.jp) (дата обращения: 20.09.2010).
13. Surviving with a strong yen // The Japan times. 2010. Sept. 1 // URL: [www.japantimes.co.jp](http://www.japantimes.co.jp) (дата обращения: 20.09.2010).
14. Yen intervention a given: Barclays. 2010. Sept. 10 // The Japan Times. URL: [www.japantimes.co.jp](http://www.japantimes.co.jp) (дата обращения: 20.09.2010).
15. Japan Sold \$25 Billion of Yen in Market Intervention. 2010. Sept. 30 // Bloomberg Businessweek. URL: [www.businessweek.com/news/2010-09-30/japan-sold-25-billion-of-yen-in-market-intervention.html](http://www.businessweek.com/news/2010-09-30/japan-sold-25-billion-of-yen-in-market-intervention.html) (дата обращения: 20.09.2010).

Статья поступила в редакцию 22 ноября 2010 г.