

ПРАКТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Дефляционный кризис в Японии¹⁾

Леонтьева Е.Л.

Длительный застой и спад, пережитый экономикой Японии в 1990–2003 гг., нередко называют «Великой рецессией», проводя параллель с Великой американской депрессией 1929–1933 г. В обоих случаях это был дефляционный кризис после «лопнувшего пузыря» на финансовых рынках, но в США его форма была острой, а в Японии – смягченной. Дискуссии вокруг причин этого кризиса и путей его преодоления широко велись в мировой научной и периодической печати.

«Великая рецессия» была результатом не только ошибок бюджетной, финансовой и денежной политики, но и несоответствия многих экономических институтов Японии условиям глобализации. Для преодоления финансового кризиса от Банка Японии потребовалась нетривиальная денежная политика. Япония вышла из застоя только после глубоких реформ, многое изменивших в ее экономическом укладе.

В 1992–2003 гг. Япония пережила длительный застой, беспрецедентный для крупной развитой страны. Его можно назвать автономным кризисом национальной экономики, может быть, последним в условиях глобализации, так как он не был спровоцирован внешними ударами. Не было ни войны, ни природных катаклизмов, которые могли бы уничтожить существенную часть людского потенциала и накопленного богатства.

Япония вышла из застоя только после глубоких реформ, многое изменивших в ее экономическом укладе.

Снижение темпов роста началось в 1991 г. (см. табл. П1 в Приложении), а отрицательные приросты ВВП на годовом уровне были в 1998 и 2002 гг. Дважды начинался подъем: в 1996 г. ВВП составил 3,5%, в 2000 г. 2,8%, и казалось, что стагнация вот-вот закончится. Но только в 2003–2004 гг. экономика вернулась на траекторию роста.

В Японии стало общепринятым называть период застоя «потерянным десятилетием» и даже проводить параллели с кризисом в США в 1929–1933 гг. По оценке западных экономистов, если бы в 1992–2002 гг. среднегодовые темпы роста остались на уровне 1980-х гг. (3,7%), то ВВП Японии оказался бы на 1/3 боль-

Леонтьева Е.Л. – ИМЭМО РАН.

Статья поступила в Редакцию в марте 2006 г.

¹⁾ Расширенный вариант статьи, опубликованной в сборнике «Японский калейдоскоп». М.: Изд-во восточной литературы РАН, 2006.

ше²⁾. Официальные эксперты из Института ESRI при кабинете министров считают такую потерю, исчисляемую в 500 с небольшим трлн. иен за 1990-е годы, что примерно равно годовому объему ВВП, достаточной, чтобы назвать данную ситуацию «великой рецессией». «Конечно, Япония не испытала ни глубокого экономического кризиса, ни 25-процентной безработицы. Но последствия длительного спада оказались даже большими, чем результаты Великой депрессии в Соединенных Штатах, где потеря измерялась валовым внутренним продуктом за три года», – пишут они³⁾.

Правда, статистические данные говорят о потере темпа, но не о тяжелых экономических последствиях. Индекс промышленного производства в 2004 г. (100,2% при 2000 = 100) остался практически на уровне 1991 г. (101,6%), хотя в низшей точке (2003 г.) глубина спада составляла 8,5 процентного пункта (см. табл. П1 в Приложении). Уровень сбережений, равный 26–27% национального дохода – один из самых высоких в мире⁴⁾. Безработица в 5,4% экономически активного населения (максимум, достигнутый в 2002 г.) выглядит вполне благополучно по международным меркам. Уровень реальной заработной платы – тоже один из самых высоких в мире. По ВВП в долларах на душу населения в 2003 г. Япония уступала только Норвегии, Швейцарии, Дании, США и Швеции⁵⁾.

Потеря темпа – следствие замедления капиталовложений, которые даже абсолютно сокращались в отдельные годы (см. табл. П1 в Приложении). Если в 1990 г. новые инвестиции составляли 11,5% валового основного капитала корпораций, то в 1995 г. – 7,3%, а в 2002 г. – только 6,5%. Соотношение между приростом активов Японии за границей и валовыми внутренними капиталовложениями показывает, что значительная часть внутренних сбережений уходит из страны. В 1990 г. за границу был вывезен эквивалент 8,6% внутренних инвестиций, в 1995 г. – 13,8%, в 2000 г. – 10,3% и в 2002 г. – 11,0%. Япония – главный кредитор в мировой экономике. У нее самые большие в мире зарубежные активы (433,9 трлн. иен, или 4 трлн. 180 млрд. долл. на конец 2004 г.)⁶⁾.

Япония «выбилась» из ритма экономической динамики развитых экономик и потеряла в рейтинге конкурентоспособности⁷⁾, но не утратила позиции в международной торговле. Она удерживала третье место в мировом экспорте (после Германии и США) вплоть до 2004 г., когда ее обогнал Китай. У нее активное сальдо по внешним платежам и самые крупные в мире золотовалютные резервы – 844,5 млрд. долл. на конец 2004 г. (за «потерянные» годы они увеличились в 12 раз).

²⁾ См., например: [9, p. 30].

³⁾ Harada, Yutaka and Shigeki Onishi. Japan's Great Recession: What Went Wrong? ESRI Discussion Paper Series No. 77. November 2003. P. 1.

⁴⁾ Выше только в Южной Корее (29%). Keizai Koho Center. Japan 2004, an International Comparison. T., 2005. P. 112.

⁵⁾ Соответственно, 48 698; 44 885; 39 599; 37 427; 33 965 и 33 617 долл.

⁶⁾ Japan's International Investment Position at Year-End 2004. International Department Bank of Japan August 2005.

⁷⁾ По сводной оценке конкурентоспособности, которую ежегодно проводит швейцарский институт IMD по 314 критериям (World Competitiveness Report), японская экономика занимала первое место в мире в начале 1990-х гг., ушла на 27-е в 1995 г. и поднялась только на 21-е в 2005 г. *Нихон кэйдзай симбун*. 2005. 21 мая. Подробную оценку см. на сайте: www.weforum.org.

Японская «великая рецессия» совсем не была трагедией в новейшей экономической истории. Но основания для исторической параллели с Великой американской депрессией есть. В обоих случаях спаду предшествовал «бум» на кредитном и фондовом рынках, и оба сопровождались дефляцией – снижением товарных цен и цен финансовых активов (акций и недвижимости). В обоих случаях это был дефляционный кризис, в США его форма была острой, а в Японии – смягченной.

1. Дефляция цен в историческом ракурсе

Дефляцией считается непрерывное снижение агрегатного измерителя цен в течение более полугода⁸⁾. В качестве стандартного измерителя принято брать индекс потребительских цен, в которых оценивается 55–60% внутреннего оборота товаров и услуг, или близкий к этому индексу дефлятор ВВП. Для детального анализа принимаются в расчет показатели динамики оптовых цен и цен на финансовые активы (ценные бумаги, недвижимость, землю). Абсолютное или относительное снижение цен на отраслевую продукцию к дефляции не относится – это следствие нормальной работы рыночного механизма. В основе падения общего уровня цен лежит длительное нарушение макроэкономического равновесия – хронический недостаток платежеспособного спроса на товары и услуги, так называемый дефляционный разрыв.

В современном мире дефляция – это хорошо забытое явление. В экономической истории XIX и начала XX вв. периоды инфляции и дефляции сменяли друг друга. Эпизоды дефляции различались по происхождению и по воздействию падающих цен на экономику. По этим двум признакам специалисты по экономической истории из американского Национального бюро экономических исследований различают дефляцию «хорошую», «плохую» и «опасную» [21].

«Хорошая» – результат прироста предложения товаров и услуг, опережающего предложение денег. Это явление сопутствовало второй промышленной революции. Строительство железных дорог, распространение многочисленных новых технологий, электрификация производства и быта увеличивали потребность в деньгах. Золотодобыча и предложение монетарного золота не поспевали за этой потребностью. Отсюда – снижение цен у производителей, повышение прибылей и зарплат, удорожание реальных активов и золота.

Такая дефляция сопровождала экономический подъем во многих странах по окончании Первой мировой войны. Она была связана с послевоенным восстановлением и с распространением новых технологий (автомобили, телефоны, холодильники, радиоприемники). Возвращение к золотому стандарту по довоенным паритетам в 1925 г. помогло возобновить международную торговлю и движение капиталов между США, Европой и Латинской Америкой.

«Плохая» дефляция ассоциируется со спадом в экономике – следствием кризисов перепроизводства. Ей сопутствовали банкротства компаний и банков и массовая безработица, еще больше снижавшая спрос. Такими эпизодами были

⁸⁾ Индексы цен несовершенны, так как они рассчитываются от неизменной базы (набора товаров и услуг для базисного года). С течением времени набор теряет репрезентативность. Ошибка может составлять от 1/2 до 1 процентного пункта. Поэтому темп в $\pm 1\%$ может означать стабильность цен с учетом статистической погрешности.

кризисы в угледобыче и металлургии в Англии, Франции, Германии, Голландии и США в 1857 г., текстильный кризис в Англии и Франции в 1866 г., а также кризисы в США после прекращения военных заказов по окончании Гражданской войны (1865 г.) и в России в связи с сокращением железнодорожного строительства после достройки Транссибирской магистрали (1901–1904 гг.).

«Опасная» дефляция определяется как сочетание глубокого падения деловой активности с сильной дефляцией. История дала единственный пример такого сочетания – Великую депрессию 1929–1933 гг. За эти годы индекс потребительских цен и дефлятор ВВП в Соединенных Штатах упали на 24%, а реальный объем ВВП – на 30%. Снижение ВВП продолжалось четыре года, докризисный уровень восстановился только в 1939 г.

Все приведенные выше эпизоды дефляции произошли при золотовалютном обращении. При классическом золотом стандарте уровень мировых цен определялся спросом и предложением золота для нужд денежного хозяйства. Уровни цен в национальных экономиках были привязаны к золотому содержанию валют, как к номинальному якорю. Отклонение от уровня цен и процентных ставок в мировом финансовом центре – Лондоне – было стимулом для движения золота и потоков краткосрочного капитала. Поэтому кризис в США передался в другие страны через фиксированные золотые паритеты валют. Они не давали денежным властям расширить предложение денег, чтобы поддержать падающий спрос и остановить банковскую панику, так как тем самым можно было спровоцировать спекулятивную атаку на золотые запасы. От золотого стандарта первой отказались Великобритания и Швеция (1931 г.), и они сумели быстро восстановить экономический рост при помощи денежной экспансии. США отказались от него в марте 1933 г., когда американское Казначейство стало покупать золото и девальвировало доллар. В 1936 г. золотой стандарт, восстановленный после Первой мировой войны, окончательно рухнул. После этого вышли из депрессии страны так называемого золотого блока: Франция, Бельгия, Нидерланды, Швейцария, Италия, Польша, Чехословакия.

Споры о первопричине и механизмах Великой депрессии начались в 30-х гг. XX в. Ее изучение положило начало макроэкономике как направлению экономической науки. Идеологизированное марксистское понимание Великой депрессии как «циклического кризиса в рамках всеобщего кризиса капиталистической системы»⁹⁾ находится за пределами этой науки. Современники усматривали причины Великой депрессии в самых разных явлениях: в неэластичности заработной платы в сторону понижения, в монопольных ценах, в последствиях биржевого краха 1929 г. и в ошибочной политике денежных властей.

Связь Великой депрессии с биржевым крахом 1929 г. и образовавшимся после него «долговым навесом» была впервые сформулирована Ирвингом Фишером. Фишер выдвинул положения своей долговой и дефляционной теории Великой депрессии в лекциях, прочитанных в Йельском университете в 1931 г. Он развил эту теорию в работе, опубликованной в 1933 г.

Причиной формирования «финансового пузыря» и долгового навеса в 1929 г. послужили «легкие деньги», заимствованные компаниями в банках для получения спекулятивной прибыли. Займы делались под внедрение изобретений и новой тех-

⁹⁾ Политическая экономия: Учебник. М.: Госполитиздат, 1954. С. 274.

ники. Были также невыплаченные военные долги и проекты послевоенного восстановления.

«Чрезмерная задолженность» (over-indebtedness), по Фишеру, – это не менее, но даже более существенный фактор дестабилизации экономики, чем товарное перепроизводство или товарный дефицит. Чрезмерные инвестиции и спекулятивные сделки имеют серьезные последствия, если они ведутся на заемные деньги.

Виртуальный предел этих последствий – «ликвидация либо должников, либо кредиторов, либо тех и других». Цепочка последствий, изображенная Фишером, состоит из девяти звеньев:

(1) Должники продают имущество по описи для погашения долгов банкам (distress selling).

(2) По мере погашения банковских кредитов снижается объем депозитов и замедляется скорость обращения денег.

(3) Начинается снижение уровня цен, т.е. удорожание денег.

За этим должно последовать

(4) еще большее падение чистой стоимости имущества деловых предприятий (net worth), стремительные банкротства,

(5) такое же падение прибылей и

(6) сокращение выпуска продукции, оборота торговли и занятости.

Все это ведет к

(7) пессимизму и потере уверенности (loss of confidence) и

(8) к тезаврированию денег и дальнейшему снижению скорости обращения.

Все эти восемь звеньев вызывают

(9) сложное нарушение структуры процентных ставок, а именно, падение номинальных (денежных) ставок и повышение реальных (товарных) ставок.

Накопление долгов само по себе не приводит к падению цен, если ему противодействуют инфляционные силы (случайно или преднамеренно), замечает Фишер [26, р. 342–343]. Но если прежний уровень цен не восстанавливается, непогашенные долги растут. Ликвидация долгов не поспевает за снижением цен, которое вызывается ею же. Каждая попытка должников уменьшить долговое бремя только увеличивает его. «В этом заключен великий парадокс, который, я полагаю, есть секрет многих, если не всех великих депрессий: чем больше должники выплачивают, тем больше они должны», – писал Фишер. Это порочный круг, это круговорот долгов, который в предельном варианте остановится только после «почти всеобщего банкротства». Такой «естественный выход» очень жесток. Искусственный выход есть: повышение уровня цен настолько, чтобы все невыплаченные долги были погашены» [Op. cit., р. 344–345]. Выход был найден администрацией Ф.Д. Рузвельта в операциях Федеральной резервной системы по покупке финансовых активов на открытом рынке в 1932 г. Эти операции дали вливание ликвидности в экономику и оживили цены и хозяйственную деятельность. За ними последовало снижение золотого содержания – девальвация доллара. Так был открыт «искусственный выход», предложенный Фишером.

Логика рационального поведения частных деловых предприятий и банков в чистом виде ведет частное предпринимательство к самоуничтожению, если не вмешается «видимая рука» государства, которое создаст добавочный денежный спрос. Увеличение денежного предложения и удешевление денег – единственный способ вывести экономику из дефляционной спирали. Как это сделать, Фишер не говорит. Другие выходы, например обращение к внешнему рынку, он не

рассматривает: его схема описывает закрытую экономику. Линия поведения потребительского спроса (это наибольшая часть совокупного спроса) у него не намечена.

Дж.М. Кейнс, искавший, как это сделать, указывал, что действенность денежной политики по стимулированию эффективного спроса имеет предел. В «Общей теории занятости, процента и денег» (1936 г.) он показал, что есть ситуация, в которой рост денежной массы вызывает не падение процентной ставки, а только увеличение объема не используемых денежных средств – так называемая «ловушка ликвидности». Это ситуация, когда экономические агенты считают ставку процента ниже того критического значения, при котором имеет смысл держать деньги только в наличности, но не в облигациях и на банковских счетах. Удешевление кредита может привести к тому, что кредит перестанут использовать.

Это был довод в пользу тезиса, что денежная политика сама по себе не может вывести экономику из депрессии и потому должна дополняться активной бюджетной политикой – организацией бюджетных закупок товаров и услуг, «общественных работ» и пр. Стимулирование инвестиций посредством расширения бюджетных расходов стало основой политики роста в развитых странах в послевоенный период.

Аргумент Кейнса развил Джон Хикс, подробно объяснивший, как экономика может попасть в эту «ловушку». Он показал, что краткосрочные денежные ставки не могут быть ниже нуля, а если они близки к нулю, экономические агенты менее склонны тратить свои доходы на инвестиции и потребление, жертвуя процентным доходом. А именно, «если издержками хранения денег можно пренебречь, то при условии, что ставка процента находится не выше нуля, всегда будет выгоднее хранить деньги, чем давать их в долг. Следовательно, ставка процента всегда должна быть положительной. В крайнем случае, самая короткая ставка может быть близкой к нулю. Но если так, то долгосрочная ставка всегда должна быть выше нее, чтобы компенсировать риск того, что краткосрочная ставка может подняться до окончания срока займа. При этом следует помнить, что короткая ставка может повышаться, но не падать» [29, р. 134–135].

Цитируемая работа Хикса имеет чисто теоретический характер и не привязана к объяснению причин Великой депрессии. Это формализованная модель реального экономического цикла, причем очень простая («a skeleton apparatus», по определению автора). Хикс показал, какой риск таит увеличение денежного предложения для вывода экономики из депрессии. Это риск потери управления денежным хозяйством. При номинальной ставке процента, стремящейся к нулю (zero bound interest rate), денежная политика неэффективна. В этом положении количество денег в экономике не имеет значения, так как деньги и денежные обязательства полностью взаимозаменяемы.

Великая депрессия в экономической истории США – ключевое событие XX в. и непреходящий источник споров среди экономистов. Обращение к ее опыту до сих пор стимулирует развитие теорий макроэкономики и провоцирует споры о том, насколько денежная политика может воздействовать на реальную экономику, и какими методами следует пользоваться для регулирования спроса. Так, Милтон Фридман и Анна Шварц в фундаментальной «Истории денежного обращения в США» (1963 г.) утверждали, что биржевой крах в августе 1929 г. был спровоцирован Федеральной резервной системой (ФРС), сократившей в 1928 г. денежное предложение в стремлении сдержать спекулятивный бум. Они считали, что де-

прессия затянулась потому, что ФРС слишком долго не могла решиться на расширение денежной массы¹⁰⁾.

Напротив, Бен Бернанке (впоследствии ставший преемником Алана Гринспена на посту главы ФРС) в статье «Макроэкономическая картина Великой депрессии: сравнительный подход» был согласен с логикой Фишера. Бернанке показал, что именно банковская паника разрушила каналы кредитования экономики и в конечном счете привела к сокращению промышленного производства, к снижению номинальной и реальной заработной платы, подорвала конкурентоспособность и экспортные возможности американской экономики [19, р. 29–30]. Депрессия затянулась потому, что Соединенные Штаты задержали отказ от золотого стандарта и девальвацию доллара до 1933 г.

По подсчету американских экономистов Томаса Каргилла и Томаса Майера, выполненному по научным публикациям на 1998 г., мнение монетаристов, что Великая депрессия была результатом «ошибки ФРС», разделялось очень широко. Только 22% историков и 25% экономистов не были согласны с этим представлением [22, р. 9]. Другие не уверены, что падение цен усугубило депрессию по той схеме, которую изобразил Ирвинг Фишер, и предполагают, что она затянулась, пока цены не достигли равновесного уровня [21, р. 12].

Что касается «ловушки ликвидности», в которой денежная политика неэффективна, то в экономической литературе долгое время преобладало мнение, вошедшее в стандартные учебники макроэкономики, что это только «любопытный теоретический пример»¹¹⁾. В популярном словаре «Macmillan Dictionary of Economics» говорится, что «на практике... эмпирические свидетельства в пользу существования ликвидной ловушки так и не были найдены»¹²⁾. До сих пор многие авторы считают, что даже если ее существование доказано, то оно, во всяком случае, «крайне эфемерно и неуловимо» [21, р. 21].

2. Дефляция цен в глобальной экономике

Самый трагический эпизод «опасной» дефляции, переросший в кризис мирового масштаба, связан с жесткой денежной политикой, обусловленной привязкой национальных валют к золоту. Позже были и более мягкие режимы фиксированных курсов: привязка к фунту стерлингов, в свою очередь привязанному к золоту в межвоенные годы, и привязка к доллару, привязанному к золоту, с 1958 г. по 1971 г. После этого золото в принципе перестало быть номинальным якорем денежного обращения.

Сразу после Второй мировой войны многие страны Запада пережили высокую инфляцию, но в целом вторая половина XX в. прошла под знаком инфляции умеренной. Повсюду инфляция признавалась главным врагом экономического роста, а главным средством борьбы с ней стала жесткая и ответственная денеж-

¹⁰⁾ См. [4, р. 407–420]. Следует сказать, что руководство ФРС свою ошибку отрицало. На слушаниях в Сенате тогдашний глава ФРС заявил, что причиной депрессии было «неравномерное распределение богатства» и связанный с этим недостаточно высокий уровень массового потребления. Об этом сообщает Томас Каргилл в [22, р. 9].

¹¹⁾ Сакс Дж.Д., Ларрен Ф.Б. Макроэкономика. Глобальный подход. М.: Дело, 1999. С. 410.

¹²⁾ Цит. по русскому переводу: Словарь современной экономической теории Макмиллана. М.: Инфра-М, 1997. С. 291.

ная политика. Она проводится двумя способами: первый – объявление целевого ориентира инфляции (в виде темпа прироста цен или денежного предложения) и процентная политика (обычно это выбор номинальной ставки рефинансирования банков под дисконт векселей). Номинальная ставка должна быть выше ожидаемого темпа инфляции.

Центральные банки развитых стран в 1980–1990-х гг. сумели «если не полностью приручить, то посадить в клетку инфляционного дракона»¹³⁾ и снизили инфляцию до самых низких отметок (см. табл. 1). В США в 1990-х гг. был продолжительный экономический подъем при невысокой инфляции. Низкие темпы роста цен в странах Евросоюза стали одним из важнейших условий перехода на единую валюту – евро.

Таблица 1.
Среднегодовые темпы прироста потребительских цен в развитых странах, %

Страна	1980–1984	1985–1989	1990–1994	1995–1999	2000–2004
Великобритания	9,4	4,7	5,0	2,7	2,3
Германия	4,6	1,3	3,7	1,1	1,2
Италия	16,6	6,2	5,4	3,0	2,5
Канада	8,7	4,3	2,8	1,6	2,4
США	7,5	3,6	3,6	2,3	2,2
Франция	11,1	3,6	2,6	1,3	1,8
Япония	3,9	1,1	2,0	0,4	-0,7

Источник: International Monetary Fund. World Economic Outlook, April 2004.

Но не только успехи центральных банков в борьбе с этим врагом замедлили инфляцию в ведущих странах мира. Неденежные факторы тоже внесли свой вклад. Конкуренция в глобальной экономике при свободном движении товаров, капиталов, людей, информации изменяет ценообразование на многих рынках товаров и услуг, приближая цены к равновесным. Издержки снижают при помощи переноса производственных мощностей и частичных операций (аутсорсинга) в страны с дешевой рабочей силой. Наплыв на рынки дешевых товаров из новых индустриальных стран (прежде всего из Китая) оказывает давление на цены. Технический прогресс укорачивает жизненные циклы многих товаров, и цены на них падают. Повышение курса национальной валюты удешевляет импортные товары на внутреннем рынке любой страны. Рынки естественных монополий становятся конкурентными благодаря техническому прогрессу (появлению новых технологий связи) и дерегулированию (либерализации рынка электроэнергии).

Тем не менее никто не ждал, что во второй промышленной стране мира начнется дефляционный кризис. Когда же он стал очевидным, то вызвал колоссальный интерес и большую дискуссию. В центре дискуссии – сущность и история этого явления, его симптомы («мыльные пузыри» на финансовых рынках и банковские кризисы), его последствия для экономики, способы его преодоления и

¹³⁾ Deflation: Making Sure «It» Doesn't Happen Here. Remarks by FRB Governor Ben S. Bernanke Before the National Economists Club. Washington, D.C., November 21, 2002.

предотвращения, пределы эффективности национальной денежной и валютной политики при глобализации.

Так, этой проблеме была посвящена конференция Базельского банка международных расчетов¹⁴⁾, а Экспертная группа МВФ в апреле 2003 г. опубликовала доклад под заголовком «Дефляция: определяющие факторы, риски и варианты политики» [35].

Внимание к дефляции продиктовано не только событиями в экономике Японии. Хотя международный передаточный механизм в виде золотого стандарта сейчас отсутствует¹⁵⁾, денежные власти знают, что есть и другие шансы поймать «дефляционный вирус»¹⁶⁾.

«Общее снижение цен наблюдается на рынках ряда промышленно развитых и новых рыночных стран – в Японии, Китае, странах Азии, – говорилось в преамбуле доклада. – Есть опасность, что эта тенденция распространится шире и станет глубже, так как она развивается на фоне снижения курсов ценных бумаг на глобальных фондовых рынках при значительном избытке мощностей и недостатке спроса, при разочаровании в темпах восстановления мировой экономической конъюнктуры, в условиях геополитической нестабильности и под давлением растущих цен на нефть»¹⁷⁾.

Центральные банки развитых стран осторожничают при установлении контрольных цифр инфляции, чтобы не оказаться в «ловушке», описанной еще Кейнсом и Хиксом¹⁸⁾. Они пристально следят за ситуацией и действиями Банка Японии.

Эффективность денежной политики, дефляция и «ловушка ликвидности» – главные предметы дискуссии о причинах и характере нынешней японской депрессии. Параллели и противопоставления Соединенных Штатов в 1929–1933 гг. и Японии конца XX – начала XXI вв. – один из излюбленных сюжетов полемики о современном «дефляционном кризисе» [5; 10; 22; 35; 41; 54]. Ведь как Великая депрессия в США, так и Великая рецессия в Японии начались с биржевого краха. В ретроспективе движение цен на активы между 1985 и 1995 гг. в Японии описываются, как классический «финансовый пузырь», один из самых эффективных в истории. Но снижение товарных цен началось не сразу вслед лопнувшему «пузырю», а позже. Спад деловой активности в Японии был несравненно мягче.

¹⁴⁾ Conference on «Monetary stability, financial stability and the business cycle». Basel. March 28–29, 2003.

¹⁵⁾ Валютные курсы не выполняют функцию передаточного механизма, так как фирмы-экспортеры из развитых стран не всегда полностью переносят колебания курсов на цены. Очень часто они ориентируются на цены внутренних рынков в тех странах, где реализуются их товары (pricing-to-market). См: [52].

¹⁶⁾ Именно так в Еврозоне восприняли отказ Федеральной резервной системы от политики «сильного доллара» в мае 2003 г. Между тем смена вектора валютной политики в сторону девальвации доллара США имела одной из целей предотвращение дефляции. Глава ФРС Алан Гринспэн заявил в Конгрессе, что хотя дефляции – это отдаленная опасность, она сейчас серьезнее, чем старый враг – инфляция. The New York Times. May 22. 2003.

¹⁷⁾ См. [35, р. 4]. Эксперты МВФ нашли, что опасность дефляции существовала в Гонконге, Тайване и континентальном Китае, где недогруженные мощности и трудовые ресурсы были велики, а в Европе – только в Германии и Швейцарии.

¹⁸⁾ В мае 2003 г. Центральный банк Евросоюза установил нижнюю планку годового прироста цен в 1%, что немедленно вызвало критику со стороны ведущих банков Европы, посчитавших эта цифру опасно низкой. The New York Times. 2003. May 5.

Банковские кредиты начали непрерывно сокращаться лишь с 1999 г. Ставки по краткосрочным кредитам держатся ниже единицы с 2000 г., а доходность государственных облигаций с 10-летним сроком погашения (главный индикатор долгосрочного кредитования) упала ниже 0,5% только в середине 2002 г. Такие неприятности, как «ловушка ликвидности» и «дефляционная спираль», относятся только к периоду 1998–2002 гг.

Если Великая депрессия обсуждалась в академической среде, то споры о японской Великой рецессии ведутся очень широко – не только в аналитических докладах и на семинарах исследовательских центров Запада и Японии и в научной периодике, но и в прессе. За финансовой ситуацией в Японии следят лондонский «Экономист», «Файнэншл таймс», «Уолл-стрит джорнэл», не говоря уже о ведущей деловой газете Японии «Нихон кэйдзай симбун». На эту тему опубликовано более десятка книг.

Споры дают новый импульс развитию макроэкономической теории. Но их участники ищут ответа на вполне прикладные вопросы. Ими движет мотив извлечения уроков из японского опыта (что делать, чтобы не попасть в аналогичную ситуацию) и мотив преподавания уроков (какие рекомендации можно дать правительству Японии, чтобы найти выход из этой ситуации). Спорящие стороны выясняют, виновен ли Банк Японии в развитии дефляционного кризиса, где та граница, за которой забота о стабилизации цен может привести к «срыву» в дефляцию, и что могут сделать денежные власти, чтобы вывести экономику из дефляционной спирали.

3. «Пузырь» на финансовых рынках Японии. Кто виноват?

Известно, что рыночные «пузыри» появляются довольно часто¹⁹⁾. Экономисты Международного валютного фонда подсчитали, что в развитых странах только после 1970 г. было 24 спекулятивных бума на рынках ценных бумаг и 18 «пузырей» на рынках недвижимости²⁰⁾. Но такие последствия, как в Японии 1990-х гг., – большая редкость. Что вызвало цепь отрицательных последствий – стечение обстоятельств, просчеты в экономической политике или то и другое вместе?

«Финансовый мыльный пузырь» – это инфляция финансовых активов. Так называется длительное отклонение рыночной цены актива вверх от базовых параметров (fundamentals), которыми она должна определяться. Цена актива определяется ожидаемой прибылью с поправкой на рыночную ставку процента и зависит также от представления о будущей конъюнктуре, общеэкономической и на рынке данного актива. Когда цены отрываются от них и начинают зависеть только от прибыли на перепродаже, раздувается «пузырь». Его раздувает эйфория неоправданных ожиданий, что рынок данного актива будет расти бесконечно.

В 1990-х гг., когда дефляция активов зашла далеко, японское общественное мнение сочло Банк Японии виновным в возникновении «пузыря». Действительные

¹⁹⁾ В истории были знаменитые «пузыри»: в XVII в. в Голландии на рынке лукович тюльпанов; в XVIII в. в Англии с акциями Компании Южных морей (см.: Аникин А. История финансовых потрясения от Джона Ло до Сергея Кириенко. М., 2000). Последним по времени был «пузырь» на рынке акций Интернет-компаний (dotcom bubble) в США в 2000 г.

²⁰⁾ International Monetary Fund. World Economic Outlook 2000. Part III. Asset Prices and the Business Cycle. P. 77–112.

механизмы формирования «пузыря» на рынках ценных бумаг и земельных участков были сложнее. Почему в спекулятивную горячку были одновременно вовлечены курсы акций и цены земельных участков? Почему земельные участки стали финансовыми активами?

В 1985–1987 гг. Министерство финансов начало постепенную либерализацию финансовых рынков: отменило контроль над ставками по банковским депозитам и ввело в обращение финансовые инструменты, составившие конкуренцию краткосрочному кредиту²¹⁾. Японские корпорации помещали свободные средства в эти финансовые инструменты, и клиентская база крупных банков оказалась в опасности. Банки резко расширили свою клиентуру посредством кредитования средних и даже мелких компаний, которые раньше финансировались местными небольшими банками и кредитными кооперативами. Банки не могли вести мониторинг массы мелких заемщиков так же эффективно, как ранее они следили за платежеспособностью крупных корпоративных клиентов.

Валютная и денежная политика Банка Японии внесла свой вклад в образование «пузыря», хотя, по-видимому, он не был решающим.

Банк Японии связывали международные обязательства по Соглашению Плаза от 22 сентября 1985 г. (решение министров финансов G5 о координированной валютной интервенции центральных банков с тем, чтобы предотвратить повышение курса американского доллара). Продажа долларов из золотовалютного резерва²²⁾ Банком привела к тому, что к 1988 г. курс национальной валюты поднялся с 265 до 138 иен за доллар, т.е. практически удвоился.

При высоком курсе иены номинальная заработная плата в валютном выражении поднялась настолько, что промышленность начала терять конкурентоспособность. Японские производители автомобилей и электроники начали переводить свои мощности в Северную Америку, Западную Европу и Восточную Азию. В Японии заговорили об «опустошении» национальной промышленности, о потере рабочих мест. Как путь спасения рабочих мест был предложен радикальный отход от привычных направлений экономической политики. С обоснованием решительного поворота выступила назначенная премьером Ясухиро Накасонэ частная консультативная комиссия при кабинете министров во главе с бывшим управляющим Банком Японии Харуо Маэкава²³⁾. Согласно концепции Маэкава, в Японии сформировался избыток сбережений, которые не инвестируются на внутреннем рынке. Из-за слишком активной внешнеторговой экспансии страна не может избавиться от конфликтов с промышленно развитыми странами. Плотная защита внутреннего рынка²⁴⁾ поддерживает высокие цены и высокие зарплаты в неэффективных отраслях японской экономики. Это порочный круг, который должна разорвать

²¹⁾ Облигации со свободной ставкой процента, сертификаты депозитов и другие производные ценные бумаги.

²²⁾ Строго говоря, Банк только исполнял решения о валютных интервенциях, принимавшиеся Министерством финансов. По закону о Банке Японии, действовавшему до апреля 1998 г., независимость Банка была неполной.

²³⁾ Ее полное название: Комиссия по проблемам структурной адаптации экономики для развития международного сотрудничества. Полный текст доклада Маэкава приведен в выпуске «Сюкан тоё кэйдзай» от 2 мая 1986 г.

²⁴⁾ Подробно о внешнеторговой политике Японии см. в монографии: Всемирная торговая организация и национальные экономические интересы. М.: Наука, 2003.

либерализация импорта. Движущей силой экономического роста Японии должен стать внутренний спрос. Нужны новые приоритеты для расширения внутреннего рынка: помощь частному жилищному строительству, реформа сельского хозяйства, поощрение иностранных инвестиций и импорта потребительских товаров.

Наступление на субсидии и картели, защищавшие внутренний рынок, не входило в намерения правящей Либерально-демократической партии, и предложения комиссии Мазкава были приняты в штыки. Вместо этого избыточные сбережения были направлены на внутренний рынок решением Банка Японии, который снизил регулируемую ставку процента (по учету векселей) в 1986–1987 гг. с 4% до 2,5%.

Ведущие специалисты Института монетарных и экономических исследований, входящего в структуру Банка Японии, – Кунио Окина, Масаака Сиракава и Шигэнори Сирацука – относят появление «пузыря» к 1987 г., когда совпали во времени три тенденции: (1) бурный рост курсов акций и цен на недвижимость, (2) рост количества денег в обращении и экспансия банковского кредита, а также (3) высокая конъюнктура в реальном секторе²⁵⁾.

В 1987 г. в стране начался экономический подъем, и не только широкой публике, но и специалистам он показался новой эпохой экономического роста. К. Окина, М. Сиракава и С. Сирацука рассказали, что Банк Японии еще летом 1986 г. был встревожен быстрым ростом денежного предложения и началом бума на рынках активов. Это «сухие дрова», которые могут легко воспламениться, т.е. спровоцировать инфляцию, считали в руководстве Банка. Но у Банка не оказалось аргументов для ужесточения денежной политики. Товарные цены, на которые традиционно ориентируется денежная политика любого центрального банка, были стабильны. «Те, кто беспокоился об инфляционном давлении, не могли найти в стабильных индексах цен оправдание для своего беспокойства, – писали К. Окина, М. Сиракава и С. Сирацука. – К тому же тогда еще не было общепринятого понимания, какие именно проблемы может вызвать рост цен на активы»²⁶⁾. Атмосфера в стране была полна самонадеянности, добавляют они.

Толчком для роста цен на активы было превращение Токийской фондовой биржи в международный финансовый центр²⁷⁾. Строительный бум начался в деловом центре Токио и быстро распространился на все крупные города, охватив не только коммерческий, но и жилой сектора. За два года (1986–1988 гг.) уровень цен на городские участки поднялся вдвое.

Далее «финансовый пузырь» разрастался следующим образом. У компаний-владельцев земли увеличивались латентные (нереализованные) прибыли – сигнал о том, в дальнейшем будет расти и реальная прибыль от операций с участками (продажа, сдача в аренду, использование в качестве залога). За этим следовало повышение курсовой стоимости акций и новые эмиссии. Спекуляции ак-

²⁵⁾ Okina Kunio, Masaaki Shirakawa and Shigenori Shiratsuka. The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons. Bank of Japan, Monetary and Economic Studies (Special Edition). February 2001. P. 3–5.

²⁶⁾ Okina Kunio, Masaaki Shirakawa and Shigenori Shiratsuka. Op. cit., p. 28.

²⁷⁾ В 1985 г. Министерство финансов Японии объявило политику либерализации и интернационализации денежных рынков и рынков капитала. В 1986–1987 гг. Токийская фондовая биржа приняла в свои члены 29 иностранных брокерских компаний.

циями и земельными участками захватили множество средних компаний, чьи акции не котировались на биржах.

В круговорот вовлеклись банки, так как они кредитовали все спекулятивные сделки. Земля была залоговым активом для банков, а операции с недвижимостью, строительство и розничная торговля – главными объектами их кредитования. В капитал банков включается рыночная стоимость их собственных акций и латентные прибыли на акции других компаний, которые держат банки. Банки были заинтересованы в буме на фондовом рынке и кредитовали сделки безотносительно к потенциальным рискам.

Политика «легких денег» продолжалась два года и три месяца. «Финансовый мыльный пузырь» набухал в течение 1986–1990 гг.²⁸⁾. Момент, когда он лопнул, был предопределен процентной политикой Банка Японии. Официальная ставка учетного процента была поднята Банком с 2,5% в мае 1989 г. до 4,25% в конце декабря 1989 г. и до 6,0% в апреле 1990 г. Фондовый индекс Никкэй в последний день биржевой торговли в 1989 г. достиг 38915 иен и в январе 1990 г. пошел вниз, дойдя в августе 1992 г. до 14309 иен. Снижение цен на землю началось только весной 1991 г. С тех пор курсы акций описали два круга подъема и снижения и вышли на третий, а цены на землю достигли своего дна лишь в 2005 г.

Снижение оптовых цен началось в 1992 г., потребительских – в 1999 г. (см. табл. П2 в Приложении). Масштабы падения товарных цен были значительно меньше, темп – много медленнее. Общий уровень цен (дефлятор ВВП) между 1995 и 2004 г. снизился примерно на 10%. Оптовые цены пошли вверх только в 2004 г. Потребительские остановились в конце 2005 г.²⁹⁾

Общая сумма потерь от падения цен на активы, начиная от верхней точки фондового индекса (в конце 1980-х гг.) и до конца 2001 г., оценивалась примерно в 1200 трлн. иен. Это в 2,7 раза больше годового ВВП в 1989 г. и в 2,4 раза больше ВВП в 2001 г.³⁰⁾ Впрочем, это очень приблизительная оценка, сделанная по публикуемым балансам компаний и индексам цен на активы.

Правила ведения балансов предприятий в Японии до последних лет, в отличие от международных стандартов финансовой отчетности (IAS), не требовали обязательной переоценки по рыночной стоимости активов, внесенных в балансы по ценам приобретения. Латентные (нереализованные) прибыли и убытки (их иногда называют «бумажными») отражались в примечаниях к финансовым отчетам и не показывались в балансах и счетах прибылей и убытков³¹⁾. Полная информация о латентных прибылях и убытках фактически находилась в руках инсайдеров.

²⁸⁾ Формирование «пузыря» было связано не только с избытком ликвидных средств, но и с олигополистической структурой рынка его профессиональных участников (брокерских компаний) и с жестко регулируемым доступом корпораций к биржевой котировке своих акций.

²⁹⁾ Статистика не связывает движение цен активов и товарных цен. Они не учитываются вместе. Так, в индексы потребительских цен включается плата за аренду жилья – рента (для арендуемого жилья) и вмененная рента для собственного жилья, но не стоимость жилья как такового.

³⁰⁾ Cabinet Office. Annual Report on National Accounts of FY2001.

³¹⁾ См. [1, p. 214–215]. Оценка активов по рыночной цене (market price accounting method) вводилась в несколько приемов (о них см. дальше) и стала обязательной в апреле 2001 г.

Главный упрек Банку – почему он допустил «потерянное десятилетие» – не вполне корректен. Денежная политика, безусловно, действует на цены активов, но в цепочке причин формирования «финансового пузыря» она была далеко не единственной причиной. Но справедлив ли другой упрек: почему Банк Японии позволил, чтобы дефляция активов перешла в дефляцию товарных цен?

4. От «финансового пузыря» к дефляции

Действие «лопнувшего пузыря» на реальную экономику было асимметричным по сравнению с «набуханием пузыря», считают японские аналитики [59, р. 8], т.е. более длительным и глубоким. Оно во многом похоже на те положения долговой и дефляционной теории Великой депрессии, с которой выступил Ирвинг Фишер еще в 1931 г.

Спекулятивный рост цен на активы действует на потребительский и инвестиционный спрос. На потребительский – через «эффект богатства» у населения. На инвестиционный – через снижение цены капитала (cost of capital). Ценой капитала называется соотношение стоимости нового капитала с имеющимся капиталом корпораций, котирующих свои акции на биржах. Цена финансирования на рынке акций – дивиденды владельцам акций, которые выплачиваются инвесторам из прибыли. Курсовая разница – это часть прибыли. Когда курсы акций растут, банки снижают надбавку на риск при кредитовании компаний. Инвестиции становятся дешевле. Когда курсовая прибыль снижается или сменяется убытком, финансировать инвестиции выпуском акций становится дороже.

Небольшие компании, не имеющие доступа на рынок ценных бумаг, финансируются на кредитном рынке. Удорожание имущества, принимаемого банками в залог, облегчает им кредитование. Как только «пузырь» начал сдуваться, появилось много некредитоспособных заемщиков – компаний, у которых обесценилось залоговое имущество и накопились долги. Главными должниками банков были компании ипотечного кредита, риэлтеры, компании жилищного строительства. Соответственно, начал падать спрос на банковские кредиты.

«Эффект богатства» у населения исчезал по мере падения цен на финансовые активы (см. табл. 2).

Таблица 2.

Стоимость акций и земельных участков в составе имущества японских семей

	1990 г.		2002 г.	
	млрд. иен	%	млрд. иен	%
Всего	2 704563	100,0	2 631037	100,0
в том числе акции	162672	6,0	127539	4,8
Земельные участки	1 480206	54,7	887999	33,8

Источник: Нихон токэй нэнкан, 1993, 2005. Данные национальных счетов.

Общая потеря имущества составила 6,7%, что не так уж много за двенадцать лет. Но серьезной утратой для населения стало 40-процентное снижение цен на землю – в среднем на 4,2% в год. При таком темпе обесценения земли люди склонны откладывать по меньшей мере на полгода-год решения о строительстве

или покупке жилья (частное жилищное строительство составляет около 20% инвестиционного спроса). Неудивительно также, что при вялом, стагнирующем потребительском рынке в конце 1990-х гг. начались банкротства сетей универмагов и супермаркетов.

Кризис государственных финансов³²⁾ не входит в «набор» общих положений Фишера. В Соединенных Штатах программа «общественных работ» была развернута в рамках «Нового курса» Рузвельта, пришедшего к власти не в начале кризиса, а на его излете – в 1933 г. Японское правительство накачивало деньги налогоплательщиков в крупные строительные проекты с самого начала кризиса (см. табл. П1 в Приложении) и непрерывно увеличивало объемы «общественных работ» до 2000 г.

Возможно, это позволило остаться наплаву многим неплатежеспособным фирмам (особенно в строительной индустрии). Скорее всего, без этих бюджетных расходов ситуация была бы хуже, но вернуть экономику на траекторию роста не удалось. Результатом стал огромный государственный долг, самый большой в группе развитых стран. Брутто-величина накопленного государственного долга центрального правительства на конец июня 2005 г. составила 795,8 трлн. иен³³⁾, что эквивалентно 7 трлн. 236 млрд. долл., или 155,8% годового ВВП. Японское правительство не может больше полагаться на такой общепринятый способ макроэкономического регулирования, как увеличение бюджетных расходов.

По мере того, как развивался кризис государственных финансов, стали свертываться строительные подряды на бюджетные деньги, и в рядах банкротов оказались крупные частные строительные организации.

Результатом снижения спроса стало падение оптовых цен (после 1992 г.) и «дефляционная спираль». Этот термин означает снижение цен на фоне падающего производства. Население и компании откладывают решения об осуществлении расходов «на потом», когда все станет дешевле. Дефляция удорожает долги и зарплаты в реальном выражении и повышает реальные процентные ставки. Тем самым дефляция оказывает давление на прибыли предприятий. Инвестирование в падающую экономику, особенно на базе внешнего финансирования, оказывается слишком рискованным.

Наконец, появились аномальные явления в денежном хозяйстве страны. Банк Японии в 1991 г. начал увеличивать денежную эмиссию, но общее количество денег в обращении росло медленнее, чем эмиссия. Однако оно росло быстрее, чем ВВП – показатель совокупного спроса (см. табл. П3 в Приложении).

Краткосрочные процентные ставки на денежном рынке в конце 1990-х гг. опустились практически до нуля. Банковские ставки по депозитам близки к нулю. Дисконтная ставка, по которой Банк Японии рефинансирует коммерческие банки, – десятая доля процента. Спрос на кредиты низкий, объем выданных банками ссуд, начиная с 1999 г., сокращается год от года (см. табл. П4 в Приложе-

³²⁾ Это третий бюджетный кризис в послевоенной истории страны. Первый бюджетный кризис случился по окончании Второй мировой войны (1946–1952 гг.), второй – после «нефтяных шоков» (1974–1985 гг.).

³³⁾ Последние данные Министерства финансов (www.mof.go.jp/english/statistics). Это брутто-величина, включающая взаимные обязательства правительственных учреждений. После очистки от повторного счета накопленный государственный долг частному сектору составляет 62% ВВП.

нии). Это признаки «ловушки ликвидности», которую в 1937 г. описывал Джон Хикс. При номинальной ставке процента, стремящейся к нулю (*zero bound interest rate*), денежная политика не стимулирует спрос. Это значит, что управление денежным хозяйством потеряно. Экономика Японии попала в эту «ловушку» не сразу, а только в конце 1990-х гг. – через семь лет после того, как прокололся «финансовый пузырь», через пять лет после начала снижения товарных цен.

5. «Что делать?»

В дискуссии о характере японского дефляционного кризиса были предложены две точки зрения на его природу и соответственно два набора рецептов для выхода из него:

- 1) кризис спровоцирован ошибками в денежной политике, и именно денежная политика должна предложить корректирующие меры;
- 2) кризис есть результат нарушения функций финансовых рынков, и чтобы выйти из него, нужны институциональные изменения.

Тема дефляции впервые появилась в экономической журналистике. Статья в лондонском «Экономисте», полная панических предсказаний о неминуемом распространении дефляционной волны в мире, так как «низкие темпы роста и недостаток платежеспособного спроса сигнализируют о слишком жесткой денежной политике в странах Большой семерки». В поисках панацеи от этой напасти журнал ссылался на авторитет Милтона Фридмана. «Инфляция, – как однажды сказал Милтон Фридман, – есть всегда и повсюду денежное явление. Точно так же дефляция. Ее можно предотвратить правильно выбранной политикой»³⁴), – писал журнал. Эта политика – увеличение денежного предложения. В 1999–2001 гг. журнал опубликовал целую серию статей, убеждавших денежные власти Японии принять «целевой ориентир инфляции» (*inflation targeting*), чтобы переломить дефляционные ожидания японцев. «Целевой ориентир инфляции зависит от доверия, – писал журнал. – Если центральный банк сможет убедить население и рынки в том, что он полностью берет на себя обязательство добиться этой цели, ожидания людей изменятся»³⁵).

Пол Кругман, профессор Массачусетского технологического института, нашел, что полузабытую экономистами абстрактную модель «ловушки ликвидности», построенную Хиксом для экономики с гибкими ценами и полной занятостью, пора «вынуть из подвала, сдуть с нее пыль и заставить работать». Потому что «если это может случиться в Японии, то может случиться где угодно».

Денежное предложение нейтрально и не зависит от структурных проблем на микроуровне – ни от тяжелого состояния банков, ни от задолженности корпораций, ни от неэффективности сектора услуг. Все очень просто: при нулевой ставке процента теряют всякий смысл операции центрального банка на открытом рынке, в том числе рефинансирование коммерческих банков путем учета их векселей. Выход из этого положения тоже простой: центральный банк должен убе-

³⁴) Could it Happen Again? The Economist. 1999 February 18. «Экономист» ссылается на книгу президента американской консалтинговой фирмы Гэри Шиллинга: Shilling A.G. Deflation: Why it's Coming, Whether it's Good or Bad, and How It Will Affect Your Investments, Business, and Personal Affairs. Lakeview Publishing Company, 1998.

³⁵) On target? The Economist. 2001. August 30.

дить публику в том, «что он поведет себя безответственно» и будет добиваться повышения уровня цен. Для этого годятся все приемы – и бюджетная экспансия, и санация банков, – но приоритет следует отдать «управляемой инфляции». «Чтобы перекрыть дефляционный разрыв, Японии потребуется, по крайней мере, четырехпроцентная инфляция в течение пятнадцати лет».

Кругман выступил застрельщиком широкой дискуссии о возможности выхода из стагнации при помощи одной только денежной политики. Дело в том, что «целевой ориентир инфляции» – это испытанный прием, которым пользуются центральные банки очень многих стран, включая современную Россию. Правда, он служит противоположной цели – снижению темпа инфляции.

Поэтому предложение принять «целевой ориентир инфляции» было встречено с осторожностью и оговорками. Ларс Свенссон, профессор Принстонского университета, предложил Банку в качестве самого надежного (fool-proof) способа перелома дефляционных ожиданий публики установить целевой ориентир девальвации иены [60, р. 23].

Уже упоминавшийся Бернанке писал, что «провозгласив ориентир инфляции в 3–4%, Банк дал бы публике информацию о своих целях и направлении, в котором он собирается привести экономику в движение, но у него нет инструментов, чтобы привести ее в движение»³⁶). Если Банк Японии начнет более широкую эмиссию наличных денег, то потребители просто придержат эти деньги. Он предложил другие средства: во-первых, активно вести интервенции на валютных рынках для девальвации иены, во-вторых, расширить набор активов для операций на открытом рынке (об этом см. ниже), включив в него государственные или корпоративные облигации и даже неработающие активы коммерческих банков. Если «нестандартные операции на открытом рынке» помогут поднять цену на активы, писал он, то необходимо пойти на них.

В академических кругах Японии к «ориентир инфляции» отнеслись настороженно. Профессора Мотосигэ Ито и Наоки Симои из Токийского университета отметили, что «генерировать инфляцию» опасно, потому что ее было бы очень трудно контролировать. Целевой ориентир применяется при инфляции, вызванной денежной политикой. Но наша экономика попала в ловушку ликвидности из-за падения цен на активы. «У нас нет разработанной модели для такого случая», – писали они [36, р. 27].

Директор входящего в структуру Банка Японии Института монетарных и экономических исследований Кунио Окина назвал настойчивые советы принять «монетаристский рецепт» политическим давлением. Банк не будет принимать меры, которые заведомо дают слишком большие побочные эффекты. Целевой ориентир труден и в разработке, и в исполнении. Ценовые показатели – дефлятор ВВП, индексы оптовых и розничных цен – нередко движутся по-разному. Даже если их динамика совпадает по направлению, возможность добиться стабильного развития экономики может зависеть от такого фактора, как стабильность цен на недвижимое имущество. Между тем многие проблемы в сегодняшней Японии, подчеркнул он, были спровоцированы инфляцией цен на активы. Это не проблема экономической науки в чистом виде, заключил Окина, сославшись на решение Правления Банка: «если мы не можем дать четкое объяснение, как добиться же-

³⁶) Цит. по. [12, р. 160–165].

лаемого темпа инфляции, то принятие целевого ориентира, скорее всего, приведет к тому, что Банку Японии перестанут доверять» [50, p. 164–165].

6. Как дефляция цен активов превращается в дефляцию товарных цен

В современной экономике задача центральных банков – поддерживать стабильные цены и обеспечивать беспрепятственный платежный оборот в национальной экономике. Глобального стандарта для действий центральных банков не существует, но денежное хозяйство везде устроено примерно одинаково, и есть традиционный набор инструментов, при помощи которых центральные банки управляют количеством денег в обращении и динамикой цен. Согласно статье 15 Закона о Банке Японии, Банк имеет право:

1) устанавливать и менять базовую ставку учета и сроки коммерческих векселей, которые он покупает у коммерческих банков (продает банкам) по их запросам, со скидкой (дисконтом) против рыночных ставок;

2) устанавливать и менять базовую ставку процента по займам, типы, сроки и условия залогов для обеспечения займов;

3) устанавливать, изменять, отменять нормы обязательного резервирования средств коммерческих банков на своих счетах;

4) устанавливать правила контроля над операциями на денежном рынке, включая виды, сроки погашения и прочие условия векселей и обязательств, используемых для контроля над денежным рынком³⁷⁾.

В рамках этих полномочий Банк может выбирать инструменты для контроля над количеством денег в обращении и, следовательно, эффективного спроса. Проводя операции на рынке, Банк может выбирать между «ценой» и «количеством»: он может устанавливать либо процентную ставку, либо объем покупок и продаж. Другими словами, денежные власти выбирают между контролем над той или иной процентной ставкой (*interest rate targeting*) или контролем над денежным предложением (*money targeting*).

Активы денежного хозяйства Японии ранжированы в виде нескольких агрегатов по степени ликвидности и широте охвата владельцев денег³⁸⁾.

Агрегат M0 – это наличные деньги в обращении плюс остатки на счетах финансовых учреждений в Банке Японии. Банки, брокерские компании и дилеры межбанковского рынка – «держатели счетов» (*account holders*) держат свои средства для расчетов в Банке Японии на беспроцентных счетах до востребования. Контракты с Банком Японии о текущем обслуживании имеют 676 финансовых учреждений: все аккредитованные в Японии коммерческие банки (включая иностранные); траст-банки; кредитные кооперативы; брокерские и инвестиционные компании; брокеры и дилеры денежного рынка («*tanshi*») и фондовые биржи [7, Ch. III]. Держатели счетов используют свои вклады для ежедневных взаимных переводов и расчетов между собой, с Банком Японии и бюджетом. В конце каждого операционного дня они балансируют свои кассовые позиции на межбанковском рынке.

³⁷⁾ The Bank of Japan Law № 89 of 1997 (www.boj.or.jp). Составляющие денежных агрегатов несколько различаются от страны к стране.

³⁸⁾ Здесь и далее определения активов приводятся по изданию Банка Японии: *Guide to Japan's Money Stock Statistics, 2005* (www.boj.or.jp).

Давление на рынок снимает Банк Японии, покупая (продавая) деньги наутро (overnight) и восстанавливая баланс. Через Банк Японии проходят также все кассовые операции казначейства. Дневные и сезонные обороты банкнот и казначейских векселей очень сильно колеблются. Колебания зависят от поступления налогов, выплаты пенсий и зарплат государственным служащим, оплаты государственных заказов и подрядов, интервенций Министерства финансов на валютном рынке. Эти колебания также гасятся Банком Японии в тот же день либо на следующее утро.

По итогам дня Банк определяет среднюю процентную ставку «овернайт» и объявляет ее для расчетов на следующее утро. Если Банк пользуется ею в качестве целевого инструмента, то, повышая и понижая эту ставку, Банк управляет объемом межбанковских расчетов. Ставка «овернайт» – самая короткая из процентных ставок.

Банк имеет право повышать и снижать норму обязательного резервирования, т.е. блокировать или разблокировать часть денег на счетах банков и других финансовых учреждений.

Средства на текущих счетах банков в Банке Японии – это его обязательства (пассивы). Банк Японии ведет на эти средства операции с рыночными ценными бумагами и государственными облигациями. Он покупает и продает банкам и другим финансовым учреждениям денежные инструменты различной срочности: коммерческие векселя (сроком от 30 до 270 дней), казначейские векселя Министерства финансов (сроком в 13 недель), облигации государственного долга (сроком от 1 года до 30 лет). Эта купля-продажа называется «операциями на открытом рынке».

Банк может регулировать процентную ставку по коммерческим векселям, которая служит нижней границей для рыночных ставок. Тем самым он оказывает влияние на инвестиционные решения частных лиц. Продавая облигации государственного долга³⁹⁾ частным финансовым учреждениям, Банк изымает деньги с рынка и финансирует правительство, а покупая эти облигации, вливает ликвидность в экономику.

Агрегат M1 – это M0 плюс остатки вкладов граждан и юридических лиц до востребования в банках, плюс чеки на счетах финансовых учреждений. M1 называют также «деньгами высокой мощности», так как это наиболее ликвидные средства – они могут быть использованы немедленно.

Агрегат M2+CDs – это M1 плюс менее ликвидные средства, а именно, срочные и валютные вклады граждан и юридических лиц в банках и сертификаты депозитов на счетах банков, лицензированных в Японии. Срочные вклады считаются «квазиденьгами», так как договора о срочных вкладах могут быть прекращены, и тогда вклады превратятся в наличные.

Агрегат M3+CDs – это M2+CDs плюс срочные вклады граждан в государственной почтово-сберегательной системе⁴⁰⁾ и кредитных кооперативах.

³⁹⁾ Первичные выпуски государственных облигаций продаются Министерством финансов на аукционах частным держателям (преимущественно банкам). Банк Японии имеет право покупать их на рынке только через год после выпуска.

⁴⁰⁾ Эта система, созданная еще в 1875 г., располагает 24000 отделений по всей Японии и отчасти напоминает сеть советских сберкасс. На ее счетах размещено примерно 25% финансовых активов населения. Средства на счетах почтово-сберегательных касс до послед-

Расширенный агрегат – это M3+CDs плюс вложения в паевые фонды, страховки и закладные, банковские облигации, векселя финансовых учреждений, плюс казначейские векселя, государственные и иностранные облигации. Акции компаний менее ликвидны, их курсы чаще колеблются. Они не включаются в денежные агрегаты.

Расширенный агрегат представляет общее количество денег в обращении, или «денежное предложение». Но обычно для характеристики денежной базы аналитики пользуются агрегатом M1, а под денежным предложением (иначе, денежной массой) понимают агрегат M2+CDs.

Лица, учреждения, предприятия, чьи деньги вложены в финансовые учреждения, называются «держателями денег» (money holders)⁴¹⁾. К держателям денег относятся и некоторые финансовые учреждения: брокерские и инвестиционные компании и дилеры межбанковского рынка. Учреждения, выпускающие финансовые инструменты, называются «эмитентами денег» (money issuers). Кроме самого Банка Японии, к ним относятся все частные банки (включая местные и иностранные), почтово-сберегательная система и кредитные кооперативы.

Денежная масса зависит от того, как граждане и компании (держатели денег) распоряжаются своими деньгами – сколько тратят и сколько кладут на банковские счета, от того, сколько положенных на счета денег банки (эмитенты денег) превратят в кредиты и на какие сроки. Сколько на эти кредиты будет построено новых предприятий. Сколько позаимствует бюджет у банков, и т.д. Этими процессами Банк Японии управляет косвенно, через цены денежных инструментов.

В экономике выстраивается иерархия процентных ставок. Изменения коротких ставок (межбанковских «овернайт» или дисконтных) постепенно действуют на банковские ставки для частных клиентов и на ставки по среднесрочным и долгосрочным государственным облигациям. Ставки выстраиваются с учетом риска невозврата и баланса спроса и предложения. Чем продолжительнее сроки, тем, как правило, выше ставки. В свою очередь, эти ставки определяют расходные решения населения и фирм и далее – баланс спроса и предложения товаров и услуг.

Этот не прямой путь денег от «базы» в реальную экономику называется передаточным механизмом, или денежной трансмиссией. В ее цепочках могут оказаться разрушенные звенья, и слаженная работа нарушается. Например, если при «набегах» вкладчиков банки потеряли значительные ресурсы. Или если на счетах банков «зависли» невозвратные долги заемщиков. Именно такое повреждение возникло в «денежной трансмиссии» в Японии.

7. Кризис в банковской системе Японии.

Просчеты регулирующих властей и нестандартное поведение банков

Банковская система Японии до конца XX в. сохраняла архаичные черты. Еще в начале 1960-х гг. была введена детальная регламентация работы кредит-

ного времени в обязательном порядке переводились на счета Бюро доверительных фондов, финансировавшего государственный сектор. Система почтово-сберегательных касс вместе с почтовым ведомством будет акционирована и приватизирована в 2007–2017 гг.

⁴¹⁾ В Японии к ним относятся физические лица, компании, учреждения местной исполнительной власти, государственные и муниципальные предприятия.

ных учреждений, рассчитанная на мобилизацию крупных денежных ресурсов для долгосрочных капиталовложений без риска банкротства кредитных учреждений.

В годы высоких темпов роста (1955–1974 гг.) при остром дефиците капитала главным и почти единственным источником внешнего финансирования для японских корпораций были банки. У физических лиц тоже не было выбора, кроме хранения сбережений на банковских счетах либо на счетах государственной почтово-сберегательной системы. Индивидуальным вкладчикам доступ на фондовый рынок был затруднен из-за высоких комиссионных по сделкам.

Финансовые учреждения разделялись по срочности кредита (на коммерческие банки и банки долгосрочного кредита) и по клиентуре. Банки также делились на общенациональные («городские»), имевшие право держать филиальную сеть по всей стране, региональные (с филиалами в рамках префектур) и местные банки и кредитные кооперативы. Право на работу с иностранной валютой было дано только одному банку. Банковское дело было отделено от рынка ценных бумаг, хотя разделение финансовых рынков по принципу Закона Гласса – Стигала⁴²⁾ устарело и в современных развитых экономиках не применяется. До 1984 г. действовали фиксированные ставки по депозитам. Цены на отдельные виды кредита определялись соотношением фиксированных, регулируемых и свободных ставок. В 1984–1985 гг. была проведена либерализация банковского дела, которая свелась к освобождению ставок по депозитам от контроля, и только в 1993 г. было разрешено создавать дочерние компании банков для операций с ценными бумагами.

Банк Японии рефинансировал слабые банки по льготным ставкам, не афишируя этого. Министерство финансов, исполнявшее функции банковского надзора, фактически гарантировало вклады, организуя слабым банкам спасение от разорения силами более благополучных банков (это называлось «системой конвоируемой эскадры» – «convoy fleet system»). В обществе была стойкая иллюзия полной безопасности от банкротства банков.

Национальный норматив достаточности капитала (10%) существовал с 1954 г., но он не был обязательным для исполнения. Фактический средний коэффициент в 1960–1970-х гг. был около 6%, в 1980-х – около 4%. В 1988 г. Япония приняла международную систему банковских стандартов, разработанную Базельским банком международных расчетов, согласно которой собственный капитал банка, имеющего филиалы внутри страны и за границей, должен быть не меньше 8% от суммы рискованных активов.

До 1980-х гг. клиентами коммерческих банков были крупные корпорации. Тесные отношения связывали избранных корпоративных заемщиков с кредитными учреждениями – так называемыми «головными банками» (этот институт восходит к «прикреплению» компаний к банкам в условиях войны). Менеджеры «головных банков» следили за финансовым состоянием постоянных клиентов и контролировали их инвестиционные решения. Банки не видели смысла в ранжировании активов по степени риска и создании резервов под каждый рискованный кредит, подобно тому, как это делают европейские и американские банки. Кредитованием мелких и средних предприятий занимались небольшие учреждения типа кредитных кооперативов.

⁴²⁾ Федеральный закон США от 1933г., по которому коммерческим банкам было запрещено иметь на счетах, размещать, покупать и продавать акции и корпоративные облигации. Несколько раз смягчался и был отменен в 1999 г.

Как говорилось выше, в середине 1980-х гг. банки были вовлечены в формирование спекулятивного «пузыря» на рынках ценных бумаг и недвижимости и понесли тяжелые потери после того, как в начале 1990 г. этот «пузырь» лопнул. В балансах банков образовался хронический «долговой навес».

Банки должны списывать безнадежные долги компаний-банкротов из прибыли и собственного капитала. Базельская система международных стандартов требует, чтобы банки, не выдерживающие стандарты достаточности капитала, подвергались жестким дисциплинарным мерам. Их публично объявляют неблагополучными, что вызывает смятение в банковском сообществе. Поэтому в тяжелых ситуациях банки продают ценные бумаги своих клиентов и полученные от них залоговые активы и уменьшают выдачу новых ссуд. Это их реакция самозащиты.

За поддержание наплыву множества некредитоспособных заемщиков, так называемых «зомби», была ответственна архаичная система отношений с кредиторами – отношений постоянного партнерства и «прощения долгов» (об этом см. ниже). «Зомби» стали уходить с рынка только в середине 1990-х гг. За пять лет (1996–2001 гг.) число предприятий в Японии сократилось почти на 370 тыс. (с 6 млн. 717 тыс. до 6 млн. 350 тыс.)⁴³. После «финансового пузыря» в Японии создавалось меньше новых компаний, чем уходило с рынка.

Банковская деятельность – регулируемая отрасль в рыночной экономике. Работа банков строится на основе признания их услуг общественным благом, и власти стараются избегать системного кризиса банков. Для этого существует страхование вкладов и надзор за состоянием банковских балансов. Банки, имеющие проблемы с платежеспособностью, склонны прятать негативную информацию от надзорных властей, опасаясь падения курсов своих акций и «набегов» вкладчиков. В свою очередь надзорные инстанции, для которых обвинения в ошибках весьма опасны, могут скрывать негативную информацию от политиков. Но эта их манера хорошо известна, и потому политики обычно устраивают им парламентские проверки.

В Японии надзор за состоянием балансов банков был ослаблен из-за слишком тесных неформальных отношений между кредитными учреждениями (Ассоциацией банков) и банковским бюро Министерства финансов, отвечавшего за надзор. В силу особенностей избирательной системы Японии парламентарии занимаются делами тех отраслевых ассоциаций и групп, которые обеспечивают им электоральную поддержку. Это – сельское хозяйство, мелкий бизнес, строительство. «Минфиновская группировка» в парламенте обычно занималась не столько финансовыми учреждениями, сколько состоянием бюджетной и налоговой системы.

В 1971 г. Министерство финансов пыталось ввести систему страхования вкладов. Эта система потребовала от банков прозрачной информации по поводу их платежеспособности, что было встречено Ассоциацией банков в штыки. Необходимой политической поддержки, дабы сломить их сопротивление, не последовало. Полугосударственная Корпорация страхования депозитов (DIC) была создана в 1971 г. с маленьким денежным фондом и фактически бездействовала.

В 1990–1995 гг. Министерство финансов не признавало ситуацию достаточно серьезной, чтобы настоять на раскрытии информации, и пыталось задержать публикацию сведений о размерах невозвратных долгов, дабы избежать банкрот-

⁴³) Establishment and Enterprise Census 1996 and 2001. Table 5. (www.stat.go.jp/english).

ства банков. Но дело в том, что достоверная информация о «плохих долгах» просто отсутствовала.

Банки продолжали выдавать кредиты строительным компаниям под залог недвижимости, когда стоимость недвижимости уже стремительно падала. Компании ипотечного кредита, у которых в 1991 г. безнадежными были 40% долгов, получили у Министерства финансов десятилетний мораторий для урегулирования долгов. План их оздоровления строился на предположении, что рынок недвижимости восстановится через десять лет. В 1995 г. безнадежными стали 75% их долгов. Неспособность решить проблему «плохих долгов» привела к тому, что драгоценное время было упущено. До 1997 г. Министерство финансов:

- не пользовалось своим правом отзыва лицензии у неплатежеспособных банков и даже разрешало им выплачивать дивиденды, когда было ясно, что нужно пополнять резервы для покрытия убытков;
- не выработало стандартные правила классификации кредитов по степени риска;
- но при этом призывало банки соблюдать норматив достаточности капитала, что сдерживало банки при списании долгов из прибыли.

Банки скрывали убытки, занижали объемы «плохих долгов» и завышали свои капиталы. В результате точные масштабы бедствия не были известны никому.

Практика рефинансирования под «прощение долгов» во избежание банкротства заемщика – это старая традиция неформальных сговоров, согласно которым банки не требуют возврата кредитов от корпоративных клиентов, стоящих на грани банкротства, в обмен на обещание этих последних восстановить платежеспособность.

Еще в 1998 г. Министерство финансов решило придать легальный статус процедуре «прощения долгов» и выработало законопроект о соответствующих критериях и правилах. Оно руководствовалось предложениями INSOL, международной группы специалистов по проблемам банкротства. Но законопроект Министерства финансов не был даже внесен в парламент. Он вызвал сопротивление не только у потенциальных должников, но и у банков (позиция Ассоциации банков Японии). Федерация экономических организаций «Кэйданрэн» опасалась, что принятие правил увеличит число банкротств. Банки боялись раскрытия таких деталей кредитных договоров, которые они предпочитали держать закрытыми. По оценке Министерства финансов, списание долгов компаний перед крупными банками на сумму в 15 трлн. иен увеличило бы численность безработных почти на 200 тыс. человек.

Причины, по которым банки не ответили на изменения в условиях ведения дел с должной быстротой, связаны с дефектами корпоративного управления и с практикой пожизненного трудового контракта менеджеров. В число первой пятерки ведущих акционеров «городских» банков обычно входят компании страхования жизни и промышленные корпорации, акции которых, в свою очередь, держат банки⁴⁴. Это – «дружественные» акционеры. Кроме перекрестного участия

⁴⁴) «Головные банки» обычно являются акционерами своих заемщиков. Антимонопольный закон ограничивает участие банков в капитале нефинансовых компаний долей в 5%. Но структура акционерного капитала крупных компаний настолько расплывлена, что первой пятерке акционеров обычно принадлежит 15–17% капитала. Это относится также к крупным «городским» и региональным банкам, которые являются открытыми акционерными компаниями и котируют свои акции на биржах.

в капитале, их связывают с банками клиентские отношения, а потому они не склонны к дисциплинарным мерам против банковских менеджеров.

Продвижение менеджеров по возрастной карьерной лестнице независимо от их деловых качеств несет такие же риски. В этом поведении банков отличается от поведения компаний в остальных отраслях, которые в 1990-х гг. стали принимать иностранный капитал, нанимать менеджеров-иностранцев и решительно отказываться от практики постоянных связей и постоянного найма.

8. «Большой взрыв», защита вкладчиков и пополнение капитала банков

Серьезность кризиса была осознана японскими властями в 1995 г., когда начались банкротства сначала небольших местных банков, затем крупных («Хёго» и «Хоккайдо такусёку»). В конце 1998 г. были объявлены неплатежеспособными Банк долгосрочного кредита («Тёки кинъю») и Японский кредитный банк («Ниппон синъё»), два из трех банков долгосрочного кредита.

В 1998 г. кабинет Хасимото провел реформу регулирования финансовых рынков, получившую название «Big bang» (большой взрыв)⁴⁵⁾. Это был пакетный пересмотр законов о банках, сделках с ценными бумагами и биржах, о страховом деле, а также о контроле над иностранной валютой и внешней торговлей.

- Устранялись барьеры доступа на финансовые рынки. Банки, брокерские и страховые компании получили право заниматься всеми видами финансовых операций.

- Отменялся запрет доступа на финансовые рынки нефинансовым компаниям.

- Разрешалась торговля ценными бумагами вне фондовых бирж и создание электронных торговых систем.

- Отменялось регулирование брокерских комиссионных.

- Вводились жесткие правила, обязывающие финансовые учреждения открывать информацию о «неработающих активах» по стандартам, идентичным установленным Комиссией по ценным бумагам и биржам США.

- Отменялось лицензирование доступа к операциям в иностранной валюте. Инвесторы могут свободно переводить свои средства в любую валюту на внутреннем рынке Японии и за границей.

«Большой взрыв» положил начало крупномасштабной реорганизации финансового сектора Японии. Появились пять холдинговых групп: «Мидзухо», «Токио-Мицубиси», «Сумитомо-Сакура», «UFJ (United Financial of Japan)» и «Рисона». Реформа усилила конкуренцию на финансовых рынках. Но управленческая модель финансового холдинга не решает проблему «плохих долгов». Хуже того, при реорганизации банки объединили и свои неработающие активы.

Принятый в 1998 г. закон о финансовом оздоровлении установил деление заемщиков на четыре категории по степени риска невозврата:

- «здоровые»; «требующие внимательного отношения» (работающие с убытком);

⁴⁵⁾ По аналогии с названной так финансовой реформой, которая была успешно проведена в Англии в 1986 г.

- «требующие особого подхода» (имеющие просроченные долги);
- потенциальные банкроты (обязательства превышают активы) и
- «фактические банкроты» (абсолютно неплатежеспособные). Соответственно неработающие активы были разделены на четыре категории по степени риска невозврата.

Банки были принуждены оценивать «плохие долги» и публиковать соответствующую статистику. Кумулятивная сумма списаний, начиная с 1992 г., составила астрономическую сумму в 717,9 трлн. иен⁴⁶⁾. Это потеря примерно равна 13% кумулятивной суммы ВВП за 1992–2002 гг.

Чтобы обезопасить банки от «набегов» вкладчиков, в 1998 г. было введено всеохватывающее («безразмерное») гарантирование вкладов из средств полугосударственной Корпорации страхования депозитов⁴⁷⁾. Корпорация была реорганизована, получила заем от Банка Японии, а регулярные взносы коммерческих банков в ее фонд были увеличены.

Это обезопасило Японию от «набега» вкладчиков на банки, но не дало решения проблемы «плохих долгов».

Рекапитализация проблемных банков была проведена путем покупки Корпорацией привилегированных акций банков на условии, что при несоблюдении норматива достаточности капитала она получает право взять их под временное управление с последующей продажей в частные руки или на получение в нем голосующего пакета акций. При ликвидации банков Корпорация передает их бизнес, обязательства и активы другим владельцам. В 1999–2003 гг. были ликвидированы 12 коммерческих банков. Несколько крупных банков, в том числе два банка долгосрочного кредита, были поставлены под временное государственное управление, реорганизованы и проданы новым владельцам.

Первая попытка вливания в капиталы банков в 1998 г. не удалась из-за отсутствия нужного надзора и бухучета. После нескольких лет дефляции у компаний-заемщиков образовались новые безнадежные долги, и полученные от государства фонды использовались банками для покрытия новых убытков. В 2002–2003 гг. банки начали выплачивать полученные от государства деньги, так как они предоставлялись на возвратной основе. Еще серьезнее была ситуация в региональных банках и кредитных кооперативах, так как от 70 до 100% их клиентов – небольшие, финансово слабые предприятия.

Этот первый опыт показал, что «безразмерная» подстраховка банков за счет налогоплательщиков большой пользы не приносит – она позволяет им принимать рискованные решения и не помогает их финансовому оздоровлению⁴⁸⁾. Финансовый сектор остался слабым и хрупким, так как через восемь лет непрерывного списания долгов, «вливаний» средств и распродажи акций из банковских портфелей в 2003 г. средний по 156 банкам коэффициент достаточности капитала составлял всего 9,5%, что довольно близко к абсолютному минимуму⁴⁹⁾.

⁴⁶⁾ Total Losses on Disposal of Non-Performing Loans of All Banks. FSA Press Release. 2003. August 1. (www.fsa.go.jp).

⁴⁷⁾ Ее фонд были пополнен из средств Банка Японии. 1 апреля 2005 г. введен «потолок» гарантирования вкладов в 10 млн. иен (примерно 95 тыс. долл.).

⁴⁸⁾ Аналогичный опыт был получен и в США при «спасении» ссудно-сберегательных касс.

⁴⁹⁾ Нихон кэйдзай симбун. 2003. 19 августа.

Таким образом, попытки санировать банковскую систему по общепринятым в мире схемам списания долгов и рекапитализации банков не принесли успеха.

9. Реформы в банковской системе и финансовое оздоровление корпораций

В 2000 г. были установлены четкие и прозрачные правила реорганизации неплатежеспособного бизнеса на основе законов и жесткие рамки для практики «прощения долгов». Кредитные учреждения обязаны доказывать, что отказ от возмещения долга принесет меньше потерь, чем ликвидация компании-должника⁵⁰⁾.

Процедуры банкротства по законам от 1922 и 1952 гг. были недостаточно гибкими и слишком громоздкими. В 2000 г. были принят новый Закон об оздоровлении корпораций, разрешивший ускоренную и облегченную процедуру реорганизации⁵¹⁾. И только в 2003 г. японские банки перешли к международным правилам бухучета, требующим оценки риска и создания резервов под каждую сделку для страховки от возможных потерь.

Но до конца 1990-х гг. решительная «расчистка» неработающих активов не удавалась из-за недостатка политической воли у реформаторов. Кабинеты Хасимото, Обути и Мори не имели достаточной поддержки в парламенте, чтобы преодолеть сопротивление строительного лобби, защищавшего наиболее злостных должников. В январе 2001 г. при полной реорганизации системы правительственных учреждений надзор над финансовыми учреждениями был передан от Министерства финансов новому Агентству финансовых услуг. Это позволило правительству Коидзуми, получившему парламентское большинство, выработать нестандартные меры для оздоровления банковского сектора.

Ликвидация «плохих долгов» была признана ключевым звеном программы структурных реформ, за которые взялось правительство Коидзуми. «Мы ставим цель решить проблему невозвратных долгов в течение двух-трех лет», – говорится в преамбуле к этой программе. Под решением проблемы понималось сокращение объема «плохих долгов» наполовину⁵²⁾.

Главный реформатор в правительстве Коидзуми, Х. Такэнака, занявший посты министра по делам экономики и бюджетной политики и главы Агентства финансовых услуг, предложил свою программу («план Такэнака»⁵³⁾), согласно которой проблема оздоровления банков и их корпоративных заемщиков должна была решаться «в связке», и на ее решение отведено от трех до пяти лет.

Управляющий Банком Японии Тосихико Фукуи считал, что традиционные устойчивые взаимосвязи между банками и компаниями, примером которых служит перекрестное владение акциями, ослабили дисциплину деловых отношений

⁵⁰⁾ The Nikkei Weekly. 2000. April 24.

⁵¹⁾ Закон ввел правила передачи обязательств обанкротившихся компаний покупателям их бизнеса. Практика применения Закона показала, что при реорганизации фирмы обычно выплачивают 27% своих долгов.

⁵²⁾ См.: *Structural Reform of the Japanese Economy: Basic Policies for Macroeconomic Management*. 2001. June 21. P. 1 (www.cao.go.jp/english).

⁵³⁾ Financial Services Agency. Program for Financial Revival – Revival of the Japanese Economy through Resolving Non-Performing Loans Problems of Major Banks. 2002. October 30 (www.fsa.go.jp).

между кредиторами и заемщиками. Они не привыкли просчитывать прибыльность или убыточность каждой сделки и контролировать друг друга⁵⁴.

Банковский кризис положил начало распаду этой «сетки» акционерных связей, просуществовавшей более полувека. «Сетка» перекрестного владения акциями появилась в 50-х гг. XX в. После роспуска довоенных холдинговых групп «дзайбацу» акции компаний, принадлежавшие холдингам, хлынули на рынок. Последовала волна поглощений. Для защиты от поглощений компании стали покупать акции друг друга, выводя их с рынка. В дальнейшем перекрестное владение акциями стало способом закрепления стабильных связей. Но конкуренция в глобальной экономике требует выбора партнеров по рыночным критериям независимо от старых связей. Распродажу акций начали компании в 1996 г., чтобы хоть немного компенсировать убытки от падения курсов акций. В 1997 г. банки начали продажу крупных пакетов из своих портфелей, чтобы не допустить падения капитализации. Новые правила финансовой отчетности, ставшие обязательными в 2001 г., не позволяют компаниям манипулировать латентными прибылями для сокрытия текущих убытков.

К роспуску сети перекрестных акционерных связей между банками и нефинансовыми компаниями присоединился Банк Японии. Чтобы изолировать капиталы банков от превратностей фондового рынка, Банк в 2002–2004 гг. скупал акции компаний из банковских портфелей на фондовом рынке напрямую – не как «операцию на открытом рынке», но в качестве меры для финансовой стабилизации. Банк Японии пошел на эту нетрадиционную меру, к которой до сих пор не обращался ни один центральный банк в Америке и Европе.

Программа скупки акций из банковских портфелей (на сумму свыше 2 трлн. иен, или 19 млрд. долл.) была выполнена Банком к 30 сентября 2004 г. По мнению одного из директоров Банка Н. Инаба, эта операция позволила банкам ускорить списание невозвратных долгов и в конечном счете дала такой же эффект, как увеличение капиталов банков⁵⁵. Количество акций в перекрестном владении на конец марта 2004 г. составляло около 8% совокупного акционерного капитала всех публичных компаний против 19% в 1991 г.⁵⁶ Распродажа акций начнется в сентябре 2007 г. и, чтобы не обрушить рынок, будет вестись на протяжении десяти лет.

Для реорганизации и ликвидации крупных убыточных корпораций «в связке» с банками-кредиторами была создана специальная внесудебная процедура. В 1999–2002 гг. дочернее предприятие Корпорации страхования депозитов, а в 2003–2004 гг. – государственно-частный «Фонд оздоровления промышленности», подконтрольный Банку Японии, скупали у банков неработающие активы и конвертировали их в акции компаний-должников, а затем подбирали спонсоров для реализации этих акций. По существу, это была команда специалистов по кризисному управлению только самыми крупными корпорациями, имевшими перспективные профильные виды деятельности⁵⁷.

⁵⁴) Significance of Efficient Financial Services for the Future of Japan's Economy. Speech given by Toshihiko Fukui, Governor of the Bank of Japan, to the Japan Center for Economic Research in Tokyo on July 22, 2004. P. 5 (www.boj.or.jp).

⁵⁵) Winding up of the Stock Purchasing Program. Bank of Japan. 2004. September 30. (www.boj.or.jp).

⁵⁶) Нихон кэйдзай симбун. 2005. 15 декабря.

⁵⁷) 1 апреля 2005 г. фонд, выполнивший свою программу, был закрыт.

Между тем при банкротстве регионального банка «Исикава» в декабре 2001 г. обнаружились махинации с кредитованием клиентов⁵⁸⁾. Махинаций было достаточно и раньше: например, при национализации двух банков долгосрочного кредитования в 1998 г. выяснилось, что они грубо фальсифицировали свою отчетность. Но скандал с банком «Исикава» показал, что Агентство финансовых услуг не справлялось с возложенной на него надзорной функцией.

Финансовая помощь банкам, которая прежде осуществлялась по их требованию, стала принудительной. Помощь предоставляется в виде покупки правительством привилегированных акций банков. «План Такэнака» предусматривал конвертацию этих акций в обыкновенные, так что государство может стать крупнейшим акционером банков. Эта угроза национализации оказалась действенным способом заставить банки избавляться от наиболее злостных неплательщиков.

Но, откладывая резервы на списание долгов свыше лимита, предусмотренного налоговым законодательством, банки получили законное право на эквивалентный возврат налога на прибыль в течение пяти лет⁵⁹⁾. Эти суммы сверх лимита, так называемые отложенные налоговые активы, банки зачисляют в капитал как нераспределенную прибыль. Уже в конце 2002 г. половина капитала ведущих семи банков состояла из этих, по существу, налоговых кредитов. Агентство финансовых услуг сочло данную практику нездоровой: чем больше списывается долгов, тем больше отложенных активов. Банки показывают искусственно раздутый капитал. Такэнака потребовал, чтобы суммы отложенных активов в балансах банков были рассчитаны не на пять лет, а всего на год.

Если бы банки выполнили это требование, они немедленно получили бы падение коэффициента достаточности капитала ниже стандарта в 8% от стоимости активов. В таком случае Японию ждало бы катастрофическое сжатие кредита и тяжелейшая дефляция. Само собой, требование Агентства шло вразрез с политикой Коидзуми, который сделал освобождение экономики от «долгового навеса» одним из главных пунктов программы реформ.

Агентству финансовых услуг пришлось вскоре отказаться от этого пункта, но доверие к нему у банковского сообщества было поколеблено, и вся программа попала под огонь критики. Такэнака провел несколько раундов переговоров с главами ведущих банков, но не нашел у них понимания. М. Тэраниси, один из руководителей Ассоциации банкиров, сказал: «Мы не станем терпеть, чтобы правительство вдруг меняло правила во время игры. Мы думали, что играем в европейский футбол, а нам дают правила американского футбола»⁶⁰⁾.

Тем не менее Такэнака не утратил поддержки со стороны премьер-министра.

Агентство финансовых услуг поставило перед банками задачу к марту 2005 г. снизить долю невозвратных долгов в их активах наполовину – с 8 до 4%. Крупнейшие банковские холдинги выполнили эту задачу в сентябре 2004 г.⁶¹⁾. На конец марта 2005 г. доля невозвратных долгов в активах крупных банков была доведена до 3,9%, а более мелких (региональных) – до 5,5%.

58) Этот банк финансировал трех своих крупных должников через свои дочерние структуры, а когда должники «рухнули», оставив банку обесценившиеся залоги, должники выкупили их на деньги, полученные от банка.

59) Это право было предоставлено банкам в 1998 г. Законом о финансовом оздоровлении.

60) Нихон кэйдзай симбун. 2002. 23 октября.

61) Нихон кэйдзай симбун. 2005. 1 февраля.

Для разрешения кризиса в банковской системе японские власти прибегли к административным дисциплинарным действиям, жестко вмешиваясь в работу банков. Инспекторские проверки, которые учиняет Агентство финансовых услуг, «вселяют ужас в сердца банковских служащих, – писал еженедельник «Никкэй уикли», – но приходится наводить у них какую-то дисциплину, чтобы они не выходили за свои рамки»⁶²⁾. Но проблема также и в том, что банковский сектор слишком велик для потребностей современной Японии. Недаром его кризис начался тогда, когда прежняя «депозитно-кредитная» модель бизнеса стала давать серьезные сбои, так как она не позволяла адаптироваться к экономике с избытком сбережений.

Сокращение этого сектора в размерах, по-видимому, неизбежно, равно как и изменения в структуре его деятельности. Банки сокращают объем кредитования экономики в пользу других операций. Они предпочитают работу с меньшим уровнем риска, приносящую купонный доход и плату за комиссию: покупку и продажу государственных ценных бумаг, операции с акциями, облигациями, иностранной валютой, гарантийные операции. Доля банковских заимствований в активах 1638 корпораций, котирующих свои акции на биржах, снизилась с 33% в 1982 г. до 21%.

Финансовое посредничество банков в экономике Японии снижается, в структуре их деятельности происходит качественный сдвиг, приближающий ее к параметрам работы западных банков. По данным Банка Японии, комиссионные за услуги в 2002 г. составили 15,3% совокупного дохода банков против 4,4% в 1992 г. Судя по тому, что в США и европейских странах комиссионные дают банкам около 30% всей выручки, это еще не предел.

Состав банковского сектора изменился радикальным образом. В начале 1990-х гг. в нем насчитывалось 11 крупнейших, так называемых городских банков⁶³⁾, три банка долгосрочного кредита, 129 региональных и 12 иностранных банков. После банкротств, слияний, поглощений и дроблений в 2006 г. сектор состоит из пяти холдинговых финансовых групп⁶⁴⁾, двух банков долгосрочного кредита и 132 региональных. Возникли семь совершенно новых электронных банков, работающих в сети Интернет, а число иностранных банков, имеющих филиалы и представительства в Японии, достигло 84⁶⁵⁾.

Разделение функций между банками и рынками ценных бумаг отменено. Банки занимаются подпиской на облигации, продают ценные бумаги и занимаются секьюритизацией активов (обращением пакетов долговых обязательств в ценные бумаги для последующей продажи на фондовом рынке). Банки сократили кредитование под залог недвижимости и все чаще кредитуют заемщиков под обеспечение будущим доходом (который надо уметь оценивать) и под залог интеллектуальной собственности – патентов, торговых марок. Работа крупных банков стала составляющей частью инфраструктуры фондовых рынков. В Японии этого не было вплоть до последних лет.

⁶²⁾ The Nikkei Weekly. 2005. March 7.

⁶³⁾ «Дайити-Кангё», «Мицуи Тайё Кобэ», «Мицубиси», «Сумитомо», «Фудзи», «Санва», «Дайва», «Сайтама», «Токай», «Хоккайдо Такусёку» и «Банк Токио».

⁶⁴⁾ «Мидзухо», «Токио-Мицубиси», «Сумитомо-Сакура», «UFJ (United Financial of Japan)» и «Рисона».

⁶⁵⁾ Данные Ассоциации японских банков (www.zenginkyo.or.jp).

Крупные компании увеличивают прямое финансирование на рынке выпуском облигаций и векселей. Банк Японии считает, что переход корпоративного сектора на прямое финансирование соответствует его пониманию стратегии развития финансовой сферы: необходимо, чтобы «кредитный риск больше не был сосредоточен в банковском секторе, но распределялся среди широкого круга инвесторов»⁶⁶⁾.

Общая сумма государственных средств, пошедших на покрытие долгов банков-банкротов и пополнение капиталов проблемных банков, составила около 51 трлн. иен (487 млрд. долл.). Начавшийся в 2003 г. подъем дал заработать на росте курсовой стоимости акций банков 5 трлн. иен. На конец 2005 г. банки возвратили в казну 22 трлн. иен. Банк Японии считает, что всего удастся вернуть 40–45 трлн. иен, т.е. до 90%⁶⁷⁾.

Средний коэффициент достаточности капитала по крупным банкам составил 11,64% при нормативе в 8%⁶⁸⁾. В первом приближении программа оздоровления банков уже выполнена.

Агентство финансовых услуг перевело банковскую систему на «ручное управление» для преодоления системного кризиса. Эта чрезвычайная политика финансовой бюрократии, и как таковая она идет вразрез с той генеральной линией, которую проводят правительства последних лет, начиная с кабинета Хасимото: дерегулирование отраслей, приватизация государственной собственности, сокращение бюджетных расходов, уменьшение прямого вмешательства государства в экономику. Переход «от государственного сектора к частному сектору» как базовый принцип экономической политики провозглашен в программе реформ в 2005 г., принятой кабинетом Коидзуми⁶⁹⁾.

«Банковские кризисы последнего времени показали, что правила административного вмешательства и "страховочные сетки" не смогли достаточно хорошо контролировать банковские риски, – пишут специалисты из Научно-исследовательского института RIEI при Министерстве экономики, торговли и промышленности, одного из ведущих в стране. – Для поддержания банковской системы в стабильном и безопасном состоянии разработчики политики должны уделять все больше внимания дисциплинирующей роли частных игроков – рыночной дисциплине»⁷⁰⁾. Агентство финансовых услуг в своей программе дальнейших реформ⁷¹⁾ называет в числе своих задач создание такой финансовой системы, в которой лидирует не государственный, а частный сектор.

Жесткая антикризисная программа на микроуровне помогла Японии в 2003–2004 гг. выйти из полосы длительной экономической стагнации на основе роста внутреннего инвестиционного спроса.

⁶⁶⁾ См.: Toward the Further Enhancement of Financial Services in Japan. Speech given by Toshihiko Fukui, Governor of the Bank of Japan, at a Meeting of the Council for Financial Innovation in Tokyo, on November 4, 2003 (www.boj.or.jp).

⁶⁷⁾ Нихон кэйдзай симбун. 2005. 23 декабря.

⁶⁸⁾ Financial Statements of Major Banks (Non-consolidated). FSA, March 2005 (www.fsa.go.jp).

⁶⁹⁾ Basic Policies for Economic and Fiscal Management and Structural Reform 2004. P. 2 (www.keizai-shimon.go.jp).

⁷⁰⁾ RIEI Discussion Paper Series 04-E-031. Bank Regulation and Market Discipline around the World. October 2004.

⁷¹⁾ Financial Services Agency. Program for Further Financial Reform. December 2004 (www.fsa.go.jp).

Проблема «плохих долгов», столько лет подавлявших экономическую активность, в целом решена. В 2003–2004 гг. начался инвестиционный подъем, хотя дефляция товарных цен еще не закончилась (см. табл. П1 и П2 в Приложении). Это означало, что японские корпорации увидели: пришло время реализовать отложенное обновление основного капитала, чтобы не терять конкурентные позиции в мире.

10. «Чрезвычайная» денежная политика Банка Японии

Дефляционный кризис в Японии показал, насколько сильно реальная экономическая политика зависит от предвзятых представлений не только в научном сообществе, но и у широкой публики. Реакция на дефляцию запоздала, так как в обществе не сразу был осознан ее вред. Оглядываясь на недавнее прошлое, профессора К. Хамада и А. Ногучи констатировали, что, к их удивлению, «многие экономисты, политики, принимавшие решения, и журналисты считали, что дефляцию можно преодолеть увеличением государственных расходов. Если она связана с техническим прогрессом и дешевым импортом, то она – благо»⁷²⁾.

Массмедиа обсуждали, как отличить «хорошую» дефляцию от «плохой», так как «хорошая» пойдет на пользу потребителю и к тому же поможет изменить высокий уровень издержек в Японии. Дефляцию следует приветствовать, говорили журналисты, так как она есть результат конкуренции в глобальной экономике. Те из экономистов, кто приветствовал борьбу с дефляцией, считались «врагами» – сторонниками нездоровой денежной политики. Этот «здравый смысл», он же пред-рассудок, японская пресса поддерживала вплоть до 2002 г., когда связь между снижением цен и стагнацией экономики стала очевидной.

Банк Японии, пытаясь вывести экономику из застоя, снизил ставку рефинансирования коммерческих банков с 6% в 1990 г. до 0,5% в 1995 г. Но некредитоспособных заемщиков было много, и спрос на кредиты снизился. В результате ставка рефинансирования дошла почти до нулевой отметки. Поскольку номинальная процентная ставка не может быть отрицательной, в начале 1999 г. Банк выбрал в качестве инструмента денежной политики ставку «овернайт» на межбанковском рынке, близкую к нулю. Управляющий Банком Хаями заявил: «мы (Банк Японии) продолжим политику нулевого процента до тех пор, пока не добьемся ситуации, при которой опасения дефляции рассеются»⁷³⁾ Ставка не дошла буквально до нуля из-за транзакционных издержек, которые несут дилерские компании «*tanshi*» – посредники межбанковского рынка. Но эта политика не повлияла на цены.

Правление Банка Японии начало искать альтернативные методы денежной политики эмпирически, наблюдая за поведением финансовых учреждений на межбанковском рынке. В нормальных условиях банки держат для чрезвычайных ситуаций небольшие резервы, так как им вполне достаточно уровня резервирования, определяемого по закону.

⁷²⁾ Hamada K., Noguchi A. The Role of Preconceived Ideas in Macroeconomic Policy: Japan's Experiences in Two Deflationary Periods. Discussion Paper Series No. 97. Hitotsubashi University Research Unit for Statistical Analysis in Social Sciences. June 2005.

⁷³⁾ Цит. по: Oda N., Okina K. Further Monetary Easing Policies under the Non-negativity Constraints of Nominal Interest Rates: Summary of the Discussion Based on Japan's Experience. IMES Discussion Paper Series 2000-E-24. September 2000. P. 4.

В 1997–1998 гг. банкротства крупных финансовых учреждений (об этом рассказывалось выше) вызвали чувство кризиса в финансовой системе страны. Осенью 1997 г., после банкротства нескольких банков, на короткое время был парализован рынок коммерческих векселей. Азиатский финансовый кризис 1997 г. и российский суверенный дефолт 1998 г. только усилили панические настроения. Доверие в мире к японским банкам упало. В ноябре 1997 г. на зарубежных рынках была установлена «Japan premium» – наценка за риски для японских банков.

Правление Банка увидело, что финансовые учреждения стали держать средства на своих счетах сверх нормативов обязательного резервирования, хотя, как уже говорилось, текущие вклады в Банке не приносят им никакого дохода. При нестабильности банковской системы вкладчики выбирают банки для помещения денег с большой осторожностью, и как только становится известно, что состояние счетов какого-либо банка ухудшилось, переводят деньги на счета других, более надежных банков. Из-за этого снижаются обязательные резервы в Банке Японии⁷⁴⁾ и возникает «риск ликвидности». Так называется опасность оказаться не в состоянии поставить на рынок требуемое количество денег перед лицом внезапного и крупного изъятия вкладов. При «набеге» вкладчиков, когда со счетов снимаются большие денежные ресурсы, банки должны иметь достаточные резервы. Финансироваться «на стороне» стало дорого. Банки ответили на неопределенность условий резким увеличением ресурсов на счетах Банка Японии. Работники Банка подсчитали, что чем больше доля плохих долгов в кредитном портфеле или чем сильнее падает курс акций банка, тем больше ему требуется резервов [49].

Казалось бы, этой проблемы не должно быть, если ставка на межбанковском рынке близка к нулю. Но ставка «овернайт», близкая к нулю, почти перестала работать⁷⁵⁾. На межбанковском рынке процентный доход настолько мал, что выгоднее держать деньги на счетах и не пускать их на рынок, тем более, что на рынке нужно платить комиссионные дилерам и можно понести потери от неплатежеспособности покупателей.

Чтобы предотвратить сбой в расчетах и разрушение финансовой системы, Банк Японии начал с предоставления «специальных» (беззалоговых) кредитов разорившимся финансовым учреждениям, чтобы они могли выплачивать вкладчикам, в порядке исключения, как предусмотрено Законом о Банке Японии от 1997 г.⁷⁶⁾ Но это была экстренная мера, рассчитанная на короткий эффект.

Снижать официальную учетную ставку было практически нереально, и Правление Банка после острых споров пришло к выводу, по словам Управляющего Масару Хаями, что «возможности денежной политики лежат за пределами нашего прошлого опыта»⁷⁷⁾.

⁷⁴⁾ Размеры резервов устанавливаются на месяц вперед и ранжируются по величине клиентских депозитов в финансовых учреждениях.

⁷⁵⁾ Ставка не дошла буквально до нуля из-за транзакционных издержек. При переводе средств на счета дилерских компаний «*tanshi*» Банк берет с «*tanshi*» 0,01% за риск, а заемщики платят «*tanshi*» еще 0,01% за риск. Спрэд может дойти до 0,02–0,03%.

⁷⁶⁾ По статье 33 Закона о Банке Японии, Банк может кредитовать экономических агентов только путем покупки ценных бумаг или под залог ценных бумаг. Статья 37 дает ему право кредитовать финансовые учреждения без залога, «если они неожиданно испытывают временный недостаток ликвидных средств для платежей в силу случайных причин». The Bank of Japan Law (www.boj.or.jp).

⁷⁷⁾ A summary of the speech given by Masaru Hayami, Governor, the Bank of Japan to the Kisaragi-kai meeting in Tokyo on December 22, 1998, (www.boj.or.jp).

В марте 2001 г. Банк Японии перешел к нетрадиционному методу расширенного предложения ликвидности – так называемым «quantitative credit-easing measures» (количественному облегчению кредита). Он означает, что Банк взял на себя обязательство обеспечивать финансовым учреждениям столько средств, чтобы они не рассчитывали на неисправно работающий межбанковский рынок. Это беспрецедентная политика – ее не проводил ни один центральный банк в мире.

Решение принималось Правлением Банка. Масару Хаями объяснил выбор межбанковского рынка в качестве поля для политики «количественного послабления». «Рынок онкольных ссуд, сказал он, – это важнейший рынок, на нем совершаются все окончательные расчеты в Японии, поэтому центральный банк должен любой ценой предотвратить его разрушение... Сущность финансового посредничества состоит в принятии будущего риска, будь то косвенное финансирование – банковское кредитование – или прямое. Когда финансовые учреждения начинают слишком сильно осторожничать, как это было год назад (в 1998 г. – Е. Л.), они не хотят брать на себя даже нормальные риски. Это значительно ослабляет функцию финансового посредничества, которое поддерживает экономическую активность»⁷⁸⁾.

Политика «количественного облегчения кредита» держится на трех условиях.

1. Очень высокий верхний предел ликвидности на текущих счетах «держателей денег» в Банке Японии. В 2003–2005 гг. он поддерживался на уровне 30–35 трлн. иен при обязательном резервировании в 6 трлн. иен.

2. Долгосрочное обязательство Банка держать большое количество ликвидности на счетах финансовых учреждений до тех пор, пока индекс потребительских цен в годовом исчислении не станет устойчиво положительным.

3. Обязательство Банка увеличивать объем прямых покупок (продаж) облигаций японского правительства, если это необходимо для поддержания постоянного уровня ликвидности.

Разъясняя существо этой программы иностранным экспертам, член Правления Банка Кадзуо Уэда⁷⁹⁾ заявил: «Количественный целевой ориентир денежной политики (обязательство соблюдать его, пока не кончится дефляция) есть практически то же самое, что и целевой ориентир инфляции, только нулевой. Мы установили своего рода автоматический стабилизатор».

«Нам предлагают ввести отрицательные номинальные процентные ставки. То есть ввести налог на банкноты. Это технически сложно и займет много времени. Может быть, этот способ годится для Федеральной резервной системы или для Центрального банка Евросоюза, но не для Банка Японии. Самая серьезная проблема – как объяснить смысл и необходимость такой меры широкой публике».

«Валютные интервенции (покупка долларов для изменения курса иены) Банку Японии запрещены. Этим может заниматься Минфин, и мы не против».

⁷⁸⁾ Mr. Hayami discusses the Bank of Japan's thinking behind the current zero interest rate policy. Speech by the Governor of the Bank of Japan, Mr. Masaru Hayami, at the Japan National Press Club in Tokyo on 22 June 1999. BIS Review 80/1999 (www.bis.org).

⁷⁹⁾ Remarks given by Kazuo Ueda, Member of the Policy Board of the Bank of Japan, at the Federal Reserve System Conference on «Monetary Policy in a Low-Inflation Environment», in Woodstock, Vermont on October 20, 1999 (www.boj.or.jp).

«Когда большинство коротких процентных ставок доведено до нуля, попытки увеличить денежное предложение не дают результата. Мы это недавно испытали».

«Значит, надо выйти за рамки традиционных инструментов и покупать, покупать. Банк расширил меню (набор инструментов). Мы будем покупать коммерческие векселя, корпоративные облигации и ABS (ценные бумаги, обеспеченные активами)⁸⁰⁾. Мы покупаем их либо по соглашениям об обратной продаже (repo), либо в качестве залоговых активов для других операций. Это дополнительный способ вливания денег в экономику».

У политики «количественного облегчения кредита» нет одного автора. Ее придумали и реализовали две команды управляющих – команда Масару Хаями, работавшая с марта 1998 г. по март 2003 г., и команда Тосихико Фукуи, работающая с марта 2003 г. по настоящее время.

Это плод коллективной мудрости людей, облеченных огромной реальной властью над экономикой страны и сознающих пределы этой власти.

«Учебники не дают нам никаких руководств, как нам двигаться по той неведомой дороге, на которую мы ступили, – говорил член Правления Банка Ютака Ямагути. – Самое большее, что мы знаем, это то, что теоретическая концепция "ловушки ликвидности", выдвинутая Кейнсом, близка к нынешней ситуации в экономике Японии. Правда, Кейнс не дал рецепта денежной политике, как выйти из "ловушки ликвидности", – он просто утверждал, что в такой ситуации денежная политика будет неэффективна, и необходимо увеличивать бюджетные расходы. Поэтому, вырабатывая денежную политику, мы старались не связывать себя догматическими представлениями о действительности и ограничениях порученных нам инструментов политики»⁸¹⁾.

Технически политика «количественного облегчения кредита» работает следующим образом. Банк Японии ежедневно объявляет торги на покупку финансовых инструментов у участников рынка (в этих операциях участвуют не все «держатели счетов», но только самые надежные японские и иностранные банки, а также брокерские компании – всего примерно 150 учреждений) в пределах установленного дневного лимита. Это и есть количественный целевой ориентир. В марте 2001 г. Банк поставил целевой ориентир для остатков на своих счетах в 5 трлн. иен в день и в январе 2003 г. довел его до 30–35 трлн. иен в день. Норма обязательного резервирования составляет в среднем 3–4 трлн. иен в день.

Чтобы держать заданный уровень ликвидности на счетах своих клиентов, Банк проводит операции на открытом рынке в очень больших масштабах и очень часто, иногда по нескольку раз в сутки выкупая у них и продавая им ценные бумаги.

Государственные обязательства – главный «товар» на этом рынке. Банк увеличил покупку долгосрочных государственных облигаций с 400 млрд. иен в день в марте 2001 г. до 1200 млрд. иен в 2005 г. Эти облигации составили 66% активов Банка в конце марта 2005 г.⁸²⁾. Для этих покупок есть потолок. Стоимость государ-

⁸⁰⁾ Ценные бумаги, обеспеченные активами, продаются фирмами, имеющими слишком низкий кредитный рейтинг для того, чтобы выпускать облигации. Выручка обычно используется для погашения долгов и выплаты процентов по ним.

⁸¹⁾ Remarks by Yutaka Yamaguchi, Deputy Governor of the Bank of Japan, at the JCIF International Finance Seminar on October 17, 2001 (www.boj.or.jp).

⁸²⁾ Bank of Japan Annual Review 2005. P. 124. The Bank's Accounts.

ственных облигаций на счетах Банка не должна превышать объем эмиссии наличных денег.

Политика «количественного облегчения кредита» выходит за рамки традиционных действий центральных банков. В ней есть серьезные «подводные камни», на которые указывал Ютака Ямагути. Банк покупает слишком рискованные активы (акции корпораций из банковских портфелей). Скупая разнообразные активы, центральный банк фактически вступает на территорию фискальной политики. Если он понесет убытки, их в конечном счете должны будут покрыть налогоплательщики. Есть ли у него такое право как у независимого учреждения, не нарушит ли он разделение денежной и фискальной политики? Деньгами налогоплательщиков распоряжается выборная власть – парламент. Активы, которые держит центральный банк, не могут быть свободны от состояния экономики и финансовых рынков. Если требовать от Банка, чтобы он покупал любые активы, то следует признать, что он в таком случае будет действовать как агент фискальной политики, и его действия должны быть утверждены голосованием в парламенте.

За шесть лет проведения этой политики такой опасности не возникло. Банк Японии не раз сталкивался только с недостаточным предложением активов от участников рынка. Продавая на рынке краткосрочные обязательства Министерства финансов (сроком на 13 недель), Банк Японии покупал обязательства того же Министерства сроком на 3–6 месяцев, т.е. выполнял на рынке «роль брокера».

Чтобы удержать спрос на ликвидность, Банк обязывает участников межбанковского рынка принимать активное участие в торгах. Большие объемы продаж Банку выгоднее для них – они меньше сбивают цены, чем продажи мелких партий на рынке. И в конце концов доходность долгосрочных государственных облигаций не дошла до нуля (см. табл. П4 в Приложении) – на них можно зарабатывать.

Финансовую ситуацию удалось стабилизировать. Политика «нулевой ставки процента» облегчила списание «плохих долгов». Ни события 11 сентября 2001 г. в США, ни крупные банкротства в Японии, ни отмена полного страхования вкладов не вызвали никакой финансовой паники. В 2004 г. начали расти межфирменные кредиты и оборот межбанковского рынка.

У руководства Банка не было иллюзий, что денежная политика, в частности их собственная политика «количественного облегчения кредита», может вывести экономику страны из дефляционного спада. Банк занимался только восстановлением нарушенного посредничества финансовых рынков. «В течение всех 1990-х годов мы вели политику расширенного предложения денег, но экономика Японии не вернулась на траекторию роста, – говорил в 2002 г. Масару Хаями. – Отсюда ясно, что расширение денежной базы не может изменить кредитную политику банков, экономическую активность и цены в условиях, когда в экономике существуют такие структурные проблемы, как, например, неработающие активы»⁸³⁾.

В Японии было опробовано, и с успехом, нетрадиционное сочетание денежной экспансии на макроуровне и санации банков и компаний на микроуровне. Денежные власти Японии работали в тандеме с реформаторами, которые обеспечи-

⁸³⁾ Masaru Hayami. Toward Revitalization of Japan's Economy. Speech by Mr Masaru Hayami, Governor of the Bank of Japan, at the Keizai (Economic) Club, Tokyo, 29 January 2002 (www.boj.or.jp).

ли санацию банков и реструктурирование крупного бизнеса. Денежная политика выполнила функцию страховочной сетки под нестабильной финансовой системой, пока не была выполнена эта программа санации.

В дискуссии о выходе из дефляции звучали голоса, предлагавшие другие, менее сложные и гораздо более традиционные пути для выхода из дефляционного кризиса.

11. Альтернативные пути: вариант первый

Путь первый – ничем не лимитированная монетизация государственного долга.

Американский экономист Адам Позен в качестве альтернативы советовал провести единовременную, достаточно большую эмиссию наличных денег и «раздать» их населению. Это непременно поднимет цены [12, р. 162–163]. Пусть эти деньги упадут с неба, «с вертолета» (Позен пользуется метафорой Милтона Фридмана: «представим себе, что в один прекрасный день над местностью пролетает вертолет и сбрасывает с неба тысячедолларовые купюры... И еще представим себе, что все уверены: это единственное в своем роде событие, которое никогда не повторится».)⁸⁴⁾ Позен боялся только одного: население будет тратить их с опаской, решив, что придется платить налоги, и немалые, на эти дары.

Для рыночной экономики эта идея выглядит абсолютно экзотической. Ее можно реализовать только в плановом хозяйстве, что и было сделано в СССР по Закону 1987 г. о государственном предприятии. В советской экономике лимитирование фонда заработной платы было системным ограничением эмиссии наличных денег. Закон 1987 г. снял это ограничение и открыл (наряду с другими мероприятиями тех лет) дорогу к гиперинфляции⁸⁵⁾. В капиталистической экономике нельзя «раздать» массу наличных денег таким способом – можно только резко снизить налоги. Пусть «с вертолета» упадут новые выпуски облигаций государственного долга, предложил Позен, и пусть Банк Японии купит их и закроет брешь в бюджете. К тому же единовременная монетизация государственного долга частично освободит правительство от расходов по его обслуживанию.

Многие теоретики считают, что для выхода из дефляции достаточно сочетать денежную экспансию с бюджетной. Бен Бернанке, выступая перед японскими учеными⁸⁶⁾, повторил рекомендации Позена, хотя и в менее экстравагантных выражениях. «Конец дефляции может положить более тесное сотрудничество, пусть на ограниченный срок, между денежными и бюджетными властями», – сказал он. Бернанке предложил увеличить покупку долгов правительства и увязать это с программой снижения налогов или иными бюджетными стимулами.

⁸⁴⁾ Friedman M. The Optimum Quantity of Money // Friedman M. The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Ch. 1. P. 1–50. Chicago: Adline Publishing Company, 1969. Цит. по: Willem H. Buiter Helicopter Money: Irredeemable Fiat Money and the Liquidity Trap. NBER Working Paper 10163. 2003.

⁸⁵⁾ Статья 14 Закона о государственном предприятии СССР от 30 июня 1987 г., п. 1, гласила: «заработная плата каждого работника определяется конечными результатами работы, личным трудовым вкладом работника и максимальным размером не ограничивается».

⁸⁶⁾ Bernanke B.S. Some Thoughts on Monetary Policy in Japan. Speech to Japan Society of Monetary Economics. May 31. 2003. BIS Review № 25, 2003 (www.bis.org).

Довод руководства Банка, что этот вариант поставил бы под угрозу его собственный капитал, Бернанке отвергает как несущественный: «Банк Японии – это не частный коммерческий банк. Он не может обанкротиться, как частная фирма. Если его доходов не хватит для других операций на открытом рынке, Банк может запросить у Министерства финансов дополнительные средства, пусть даже и рискуя своей независимостью».

Монетизация государственного долга ведется Банком Японии очень аккуратно, потому что эмиссия долга и действия Банка на рынке государственных облигаций обставлены частоколом правовых ограничений.

Долгами государства управляет Министерство финансов по решениям парламента, и Банк Японии не несет за них ответственности⁸⁷⁾. Закон о Банке Японии (статья 34 в версии 1997 г.) разрешает Банку подписываться на государственные облигации в пределах лимитов, устанавливаемых парламентом, а Закон о государственных финансах от 1947 г. (статья 5) формально запрещает ему кредитовать правительство. Банк не имеет права покупать облигации правительства на первичном рынке (кроме казначейских и финансовых векселей) и кредитует правительство только операциями на вторичном рынке. Парламентские лимиты разрешают Банку подписываться только на суммы, покрывающие возобновление облигаций по истечении их срока.

Банк покупает облигации на сеньораж – доход от эмиссии наличных денег⁸⁸⁾, а также за счет своих резервов для покрытия потерь от операций с ценными бумагами и валютой. Как уже упоминалось выше, в 2001 г. Банк обязался увеличивать объем прямых покупок (продаж) облигаций японского правительства, если это необходимо для поддержания постоянного уровня ликвидности на счетах «держателей денег». Но он может увеличить покупки, только запросив у Министерства финансов дополнительные средства (как предложил Бернанке), для чего Министерству пришлось бы выпускать облигации для рефинансирования соответствующих выпусков. Либо замкнутый круг наращивания государственного долга, либо риск для баланса Банка.

Поэтому Банк не пошел на поводу у политиков, когда они потребовали разрешить ему прямую подписку на новые выпуски 10-летних облигаций. С этим требованием фракция ЛДП в парламенте выступила в 1998 г., когда доходность этих бумаг резко пошла вверх. Аргументы против снятия ограничений с монетизации долга, приведенные Управляющим Масару Хаями, заключаются в следующем.

1. Более активные заимствования у банковской системы без твердой решимости разрешить финансовый кризис могли бы быть использованы для отсрочки необходимых структурных реформ.

2. Крупномасштабные покупки государственных ценных бумаг ослабят бюджетную дисциплину в то время, когда дефицит правительства рекордно велик. Банк Японии боится повторения того, что было в 1930-х гг., когда крупномасштаб-

⁸⁷⁾ Отделение управления государственным долгом от управления денежным хозяйством поддерживалось даже без юридически оформленной независимости Банка. Закон о Банке Японии от 1942 г. не содержал положения о его независимости.

⁸⁸⁾ Сеньораж – разница между номиналом и стоимостью изготовления банкнот и металлических денег.

ный бюджетный дефицит был монетизирован, и это спровоцировало высокую инфляцию.

3. Банк Японии беспокоится о своем балансе. «Мы считаем, что крупные покупки государственных облигаций правительства Японии подвергнут нас очень серьезному риску, когда вернется инфляция и процентные ставки пойдут вверх»⁸⁹).

Япония строго придерживалась принципа бездефицитного бюджета, начиная с 1949 г., когда реформа, подготовленная Джозефом Доджем⁹⁰, покончила с послевоенным бюджетным кризисом. По закону о государственных финансах от 1947 г. в принципе запрещалось финансировать бюджетные расходы эмиссией долговых обязательств. Япония отказалась от политики бездефицитного бюджета в 1965 г., когда состояние инфраструктуры стало «узким местом» экономического развития. В порядке исключения, ставшего правилом, было разрешено финансировать программы общественных работ выпуском облигаций «строительных займов».

После нефтяного кризиса 1974 г. дефицит государственного сектора стал использоваться в качестве «встроенного стабилизатора» экономики. По закону от 1975 г. министерству финансов было разрешено в пределах года, тоже в порядке исключения, финансировать выпуском краткосрочных облигаций кассовый разрыв между текущими расходами бюджета и налоговыми поступлениями. Это исключение тоже стало правилом. Министерство финансов выпускает большой набор ценных бумаг, стремясь диверсифицировать свои долговые инструменты и поддерживать их ликвидность. Это казначейские и финансовые векселя (treasury bills, financial bills) со сроками погашения до одного года; среднесрочные облигации (срочностью в два года и пять лет), долгосрочные (10-летние) и сверхдолгосрочные (15-, 20-, 30-летние) облигации. В структуре выпуска в 2005–2006 гг. по срочности примерно по 20% приходится на 5-летние и 10-летние облигации, и по 17% на облигации со сроком погашения в два года и сверхдолгосрочные. По видам – 18–20% составляют новые выпуски (в том числе облигации «строительных займов» – всего 3–4%) и 63–65% выпускается в счет погашаемых⁹¹. Предельная величина («потолок») новых выпусков устанавливается парламентом ежегодно при принятии бюджета.

Монетизация долга изымает у финансовых учреждений ресурсы, которые в ином случае могли бы использоваться для финансирования частных капиталовложений. Облигационные займы размещаются на первичном рынке в финансовых учреждениях-резидентах: это частные коммерческие банки, брокерские компании и компании страхования жизни. Только в 2003 г. началась продажа облигаций – индивидуальным владельцам, а в 2004 г. – иностранным инвесторам (впервые за 100 лет после займов, которые японское правительство брало за границей для финансирования русско-японской войны)⁹²).

⁸⁹) Mr. Hayami discusses the Bank of Japan's thinking behind the current zero interest rate policy. Speech by the Governor of the Bank of Japan, Mr. Masaru Hayami, at the Japan National Press Club in Tokyo on 22 June 1999. BIS Review 80/1999 (www.bis.org).

⁹⁰) Додж был управляющим Детройтского банка и одним из авторов проекта денежной реформы 1947 г. в Западной Германии.

⁹¹) Рассчитано по данным Министерства финансов. Planned Bond Issuance for FY2006 (www.mof.go.jp).

⁹²) Обращение к иностранным инвесторам не имело успеха. Рейтинговые агентства «Moody's» и «Standard & Poor's» присвоили облигациям японского правительства рейтинг ниже, чем у Ботсваны (The New York Times. January 15. 2005).

Однако значительную часть обязательств правительства держит государственный сектор: Бюро доверительных фондов, управляющее государственной пенсионной системой и сберегательными и страховыми вкладами граждан в почтово-сберегательные кассы, сами почтовые отделения, а также Корпорация страхования депозитов. За вычетом этой части, нетто-долг правительства не выглядит катастрофически огромным (см. табл. 3).

Таблица 3.

Относительный объем и структура государственного долга Японии

На конец календарного года	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Валовой долг центрального правительства, % от ВВП	104,2	117,2	131,4	136,6	151,4	160,1
Чистый долг центрального правительства, % от ВВП	56,6	59,0	58,3	82,6	83,3	...
Держатели валового долга, всего, %:	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0*
Правительство	43,4	41,0	41,7	17,3	16,6	17,5*
Банк Японии	13,7	11,0	10,7	12,2	9,8	8,3*
Прочие	42,9	48,0	47,6	70,5	73,6	74,2*

*На конец ноября.

Подсчитано по: Nihon tokei geppo № 536. February 2006.

Государственный долг перемещается в частные банки, но это связано не с его монетизацией, а с реформой государственного сектора, начатой кабинетом Коидзуми⁹³⁾. Бюро доверительных фондов больше не покупает облигации по обязательной подписке. Банк Японии даже снизил свою долю среди держателей государственного долга.

Огромный рынок государственных облигаций к тому же не останавливается в росте. Стоимость выпущенных облигаций с 2000 г. и до конца 2005 г. увеличилась почти на 80%. Операции на открытом рынке, разумеется, увеличили баланс Банка Японии, но всего лишь на 40%. В составе его активов доля государственных бумаг в последнее время даже снижается⁹⁴⁾ (табл. 4).

Таблица 4.

Доля государственных бумаг в составе активов Банка Японии

На 20 декабря каждого года	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Государственные ценные бумаги, % ко всем активам Банка Японии	54,3	65,2	67,1	70,9	65,5	64,4
в том числе сроком более года	44,4	48,8	45,0	40,9

⁹³⁾ Концепция реформы бюджетной системы, предложенная в 2001 г., предусматривает сокращение числа бюджетополучателей, слишком свободно расходующих государственные средства. Они либо приватизируются, либо постепенно переводятся на выпуск собственных облигаций. Эти облигации не включаются в государственный долг. Финансирование ежегодных программ бюджетных инвестиций, которое раньше шло через Бюро инвестиций и займов, тоже постепенно переводится на выпуск собственных облигаций.

⁹⁴⁾ Подсчитано по архивным данным Банка Японии. Bank of Japan Accounts (www.boj.or.jp).

Во-первых, Закон о банке Японии запрещает ему держать на балансе долгосрочные государственные облигации в объеме, превышающем эмиссию наличных денег. Во-вторых, вся ситуация с государственным долгом очень рискованна. Почти три четверти долгосрочного долга держит небольшая группа японских финансовых учреждений. Доходность ценных бумаг японского правительства колеблется (по данным за 2005 г.) на очень низком уровне, от 1,165% до 1,475 %. В случае, если держатели начнут продавать облигации в массовом порядке, их курсовая цена упадет, а доходность поднимется, так как фиксированный процент исчисляется по текущей цене. Повышение доходности 10-летних облигаций на 1% принесло бы Банку Японии убыток в 1 трлн. иен (8, 5 млрд. долл.)⁹⁵. Неудивительно, что управляющий Банком Тосихико Фукуи не устает напоминать: центральный банк не может играть роль «кошелька» для правительства⁹⁶.

12. Альтернативные пути: варианты второй и третий

Почему при хроническом профиците платежного баланса в Японии не возникает инфляция цен в результате продажи иностранных валютных активов на внутреннем рынке за иены, подобно тому, что мы видим в современной России?

И почему Япония не может использовать девальвацию иены по отношению к ключевым валютам для повышения уровня внутренних цен?

Действительно, Япония имеет устойчивое положительное сальдо платежного баланса по торговле и доходам от зарубежных инвестиций, но дефицит по статьям услуг и чистый отток капитала. Официальные валютные резервы – 864,9 млрд. долл. – выросли после 2000 г. в 2,3 раза. Казалось бы, приросту валютных резервов должен противостоять огромный приток ликвидности на внутренний рынок. Но это не так.

В отличие от закрытого национального рынка государственных ценных бумаг, валютный рынок Японии представляет собой часть глобального валютного рынка. По характеру операций это два яруса рынка. Один, межбанковский, на котором сделки ведутся между дилерами банков, работает на телефонной, а в последнее десятилетие компьютерной связи между валютными дилерскими отделами коммерческих банков. Другой, клиентский, работает по запросам заказчиков, выходя или не выходя на межбанковский рынок.

Операции с иностранной валютой свободны от контроля. Сделки не обязательно проводить через банки: любая фирма (промышленная компания, оператор торговых сетей, туристическое агентство, автомобильный дилер и т.д.) может вести их в качестве банковского агента, получив лицензию Агентства финансовых услуг. По сделкам, проходящим по капитальным статьям платежного баланса (прямым и портфельным инвестициям в акции, покупке и продаже иностранных облигаций, кредитам и займам), требуется только посылать уведомление Министерству финансов постфактум. Как юридические, так и физические лица имеют право вести операции не только за рубежом, но и внутри страны с оплатой в иностранной валюте⁹⁷). Корпорации ведут валютные расчеты через счета в япон-

⁹⁵) Нихон кэйдзай симбун. 2005. 8 мая.

⁹⁶) Нихон кэйдзай симбун. 2005. 14 января.

⁹⁷) Полная либерализация валютных расчетов проведена в 1998 г. с принятием нового Закона об иностранной валюте и внешней торговле. Право любой компании вести агентские операции дано при пересмотре Закона в банковской деятельности в 2005 г.

ских и зарубежных банках и через собственные клиринговые центры. Валютный рынок обслуживает не только экспортеров, но и индивидуальных вкладчиков, имеющих инвалютные счета в банках (японских и зарубежных).

Колебания курса иены к иностранным валютам возникают в результате изменений спроса и предложения на валюту сделок между всеми участниками рынка. Курс иены крайне чувствителен к ценовым условиям отечественного и зарубежных финансовых рынков. Ожидания важных событий (таких, как пересмотр официальной учетной ставки ФРС) могут сдвигать баланс и финансовые потоки в ту или иную сторону. Тогда курс иены становится волатильным. Долгосрочные тренды курса иены к доллару порядка 2–4 лет показывают колебания от 83 иен за доллар летом 1995 г. (самая высокая точка) до 133 иен за доллар в начале 2002 г. Эти отклонения сказываются на уровнях цен на товарных рынках и стоимостных объемах экспорта и импорта.

Иена обслуживает в среднем 35–40% экспорта и 20–25% импорта Японии. Доллар преобладает в обслуживании японского торгового оборота. Иена не является ключевой валютой даже для региональных расчетов в ближайшем окружении Японии. Курсы многих азиатских валют, в том числе важнейшей из них, китайского юаня, привязаны к доллару США. Региональной валютной системы, подобной европейской платежной системе, у Японии нет.

Япония – международный кредитор, работающий в чужой валюте – долларах и (в последние годы) евро. Роль страны в международном кредите не подкрепляется соответствующим положением банков. Позиция Японии как финансового посредника не сопровождается использованием иены как валюты посредничества. Иена не годится для этого, так как колеблется слишком непредсказуемо и недостаточно устойчива, чтобы быть привлекательной в качестве международной валюты.

Поэтому для денежной политики курс иены – экзогенная переменная, на которую очень трудно влиять, хотя интересы японских экспортеров, от которых сильно зависит внутренняя конъюнктура, всегда требуют, чтобы иена была дешевой. Правда, уровень внутренних цен не вполне следует за курсом иены (см. табл. П1 и П2 в Приложении). Единственным инструментом, который могут использовать денежные власти для удешевления иены, является интервенция на валютном рынке.

Банк Японии проводит валютные интервенции (покупку или продажу иен за валюту) в качестве агента правительства по распоряжению Министерства финансов. Банк использует ресурсы специального валютного счета в национальном бюджете. Активы этого счета вместе с валютными ресурсами Банка Японии образуют официальные валютные резервы страны. Это накопленные результаты валютных интервенций. Валютные активы Банка и Министерства финансов вложены в наименее рискованные активы – государственные облигации главных развитых стран, а также размещены на депозитах центральных банков этих стран и Базельского банка международных расчетов.

Отслеживая динамику курса иены день ото дня, денежные власти замечают опасные моменты, когда курс может делать резкие скачки. Министерство финансов отдает Банку Японии срочное распоряжение о вмешательстве. Брокеры валютного отдела покупают или продают иены на Токийском межбанковском валютном рынке и по телефону или по международной связи SWIFT на европейских или нью-йоркском рынках, а в те часы, когда японские банки закрыты, по их поручению сделки могут вести центральные банки зарубежных стран.

Если иенных ресурсов специального валютного счета не хватает для текущей покупки долларов (или любой другой валюты), Министерство финансов выпускает на рынок финансовые или казначейские векселя, их покупает частный сектор. Банк Японии также покупает их и стерилизует валютные поступления. При продаже долларов (или любой другой валюты) финансовые векселя выкупаются на соответствующую сумму. Денежная эмиссия связана не с притоком активов из-за границы, а с тем, какие суммы покупает государство в порядке валютных интервенций.

С января 2003 г. до конца марта 2004 г. японское правительство по настойчивым требованиям экспортеров проводило массированные валютные интервенции. Оно купило 320 млрд. долл., но «сбить» повышение курса иены не удалось. По-видимому, покупка Банком Японии финансовых векселей целиком уложилась в объем ликвидности, который Банк поддерживал на текущих счетах «держателей денег». Но аналитики не смогли определить, насколько эти операции увеличили денежную базу [25].

Валютные поступления были вложены главным образом в покупку облигаций Казначейства США, которыми финансируется американский бюджетный дефицит.

Валютная интервенция – пассивный и неэффективный инструмент коррекции валютного курса. При полной либерализации валютного рынка второй промышленной державе мира не удастся «организовать» девальвацию национальной валюты.

* * *

Экономический подъем в Японии начался в 2003 г. на основе роста экспорта и финансировался главным образом прибылями от экспорта. Денежно-кредитная политика Банка была чрезвычайно выгодна для экспортеров, так как при процентных ставках, близких к нулю, банковский кредит почти ничего им не стоил. Но затем основным подъема стал внутренний инвестиционный и потребительский спрос. Начался рост потребительских цен на годовом уровне. Банк Японии признал, что условия для окончания «чрезвычайной» денежной политики выполнены, и 9 марта 2006 г. объявил о ее завершении.

Японская «великая рецессия» закончилась.

Нельзя не признать, что на рубеже XX и XXI вв. экономическая история провела эксперимент – более чистый и полноценный, чем все симуляции на эконометрических моделях, – для проверки правильности гипотез и концепций макроэкономической политики, которые сложились после Великой депрессии.

* *

*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Ballon, Robert J. and Makoto Mikitani. Japanese Business and Financial Disclosure. Nikkei Custom Publishing Services, 2000.*

2. *Cargill, Thomas F., Michael M. Hutchinson and Takatoshi Ito.* Financial Policy and Central Banking in Japan. The MIT Press, 2000.
3. *Cargill, Thomas F., Michael M. Hutchinson and Takatoshi Ito.* The Political Economy of Japanese Monetary Policy. The MIT Press, 1997.
4. *Friedman, Milton and Anna Jacobson Schwartz.* A Monetary History of the United States 1867–1960. Princeton, 1963.
5. *Gao, Bai.* Japan's Economic Dilemma. The Institutional Origins of Prosperity and Stagnation. Cambridge University Press, 2001.
6. *Hayes, Declan.* Japan's Big Bang. The Deregulation and Revitalization of the Japanese Economy. Tuttle Publishing, 2000.
7. Institute for Monetary and Economic Studies (IMES). Functions and Operations of the Bank of Japan. Tokyo, 2004.
8. *Katz, Richard.* Japan. The System that Soured. The Rise and Fall of the Japanese Economic Miracle. M.E.Sharpe, 1998.
9. *Katz, Richard.* Japanese Phoenix. The Long Road to Economic Revival. M.E.Sharpe, 2003.
10. *Koo, Richard C.* Balance Sheet Recession. Japan's Struggle with Uncharted Economies and its Global Implications. John Wiley and Sons (Asia), 2003.
11. *McKinnon, Roland I. and Kenichi Ohno.* Dollar and Yen. Resolving Economic Conflict between the United States and Japan. The MIT Press, 1997.
12. *Mikitani Ryoichi and Adam S. Posen* (eds.) Japan's Financial Crisis and its Parallels to U.S. Experience. Institute for International Economics, Special Report 13, September 2000.
13. *Mikuni Akio and R. Thaggard Murphy.* Japan's Policy Trap. Dollars, Deflation, and the Crisis of Japanese Finance. Brookings Institution Press, 2002.
14. *Posen, Adam S.* Restoring Japan's Economic Growth. Institute for International Economics, 1998.
15. *Saxonhouse, Gary R. and Robert M. Stern* (eds.) Japan's Lost Decade. Origins, Consequences and Prospects for Recovery. Blackwell Publishing, 2004.
16. *Werner, Richard A.* Princes of the Yen. Japan's Central Bankers and the Transformation of the Economy. M.E.Sharpe, 2003.

Доклады и журнальные статьи

17. *Arai Yoichi and Takeo Hoshi.* Monetary Policy in the Great Recession. RIETI Discussion Paper Series 04-E-024. July 2004.
18. *Ball, Laurence.* Fiscal Remedies for Japan's Slump. NBER Working Paper No. 11374. May 2005.
19. *Bernanke, Ben S.* The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach. NBER Working Paper No 4814. August 1994.
20. *Bernanke, Ben S. and Mark Gertler.* Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission // Journal of Economic Perspectives, Fall 1995. Vol. 9. No 4. P. 27–48.
21. *Bordo, Michael D., and Andrew Filardo.* Deflation and Monetary Policy in a Historical Perspective: Remembering the Past or Being Condemned to Repeat It? NBER Working Paper No 10833. October 2004.
22. *Cargill, Thomas F.* Monetary Policy, Deflation, and Economic History: Lessons for the Bank of Japan. Monetary and Economic Studies (Special Edition). February 2001.
23. *Deckle, Robert and Kenneth Kletzer.* The Japanese Banking Crisis and Economic Growth: Theoretical and Empirical Implications of Deposit Guarantees and Weak Financial Regulations. The University of Tokyo, Faculty of Economics, Discussion Paper Series F No E-F-225. March 2003.

24. *Diamond, Douglas W.* Should Japanese Banks Be Recapitalized? Bank of Japan Monetary and Economic Studies. May 2001.
25. *Fatum, Rasmus and Michael M. Hutchison.* Foreign Exchange Intervention and Monetary Policy in Japan, 2003–04. Institute of Economic Research, Hitotsubashi University. Discussion Paper Series № 93. June 2005.
26. *Fisher, Irving.* The Debt-deflation Theory of Great Depressions // *Econometrica*. Vol. 1. No. 4. October 1933.
27. *Friedman, Milton.* The Role of Monetary Policy // *The American Economic Review*. Vol. LVIII. No. 1. March 1968.
28. *Fujiwara Ipppei.* Output Composition of the Monetary Policy Transmission Mechanism in Japan. Research and Statistics Department, Bank of Japan, November 2003.
29. *Hicks, John R.* Mr. Keynes and the «Classics»: A Suggested Interpretation // *Econometrica*. April 1937. Vol. 5. № 2.
30. *Hoshi Takeo.* What Happened to Japanese Banks? Discussion Paper No. 2000-E-7, IMES (Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2000.
31. *Hoshi Takeo and Anyl Kashyap.* The Japanese Banking Crisis: Where did it Come from and how will it End? NBER Working paper No 7250. July 1999.
32. *Hoshi Takeo and Anyl Kashyap.* Solutions to the Japanese Banking Crisis: What might work and what definitely will fail. Institute of Economic Research, Hitotsubashi University. Discussion Paper No 35. July 2004.
33. *Eichengreen, Barry and Kris Mitchener.* The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong. Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department. BIS Working Paper No 137. September 2003.
34. *Hutchinson, Michael, and Kathleen McDill.* Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison. NBER Working Paper No 7253. July 1999.
35. International Monetary Fund. Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options—Findings of an Interdepartmental Task Force. Approved by Kenneth Rogoff. 2003, April 30.
36. *Itoh Motoshige, Naoki Shimoi.* On the Role of Monetary Policy in a Deflationary Economy: The Case of Japan. The University of Tokyo, Faculty of Economics Discussion Paper No CIRJE-F-90. September 2000.
37. *Kanaya Akihiro and David Woo.* The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons. Princeton University Essays in International Economics No 222. June 2001.
38. *Kobayashi Keiichiro.* Debt Deflation and Bank Recapitalization. Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI), Discussion Paper Series 03-E-007, 2003.
39. *Kobayashi Keiichiro, Yumi Saita and Toshitaka Sekine* (2002). Forbearance Lending: A Case for Japanese Firms. Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI), and Research and Statistics Department, Bank of Japan. Monetary and Economic Studies. August 2003.
40. *Kobayashi Keiichiro.* Deflation Caused by Bank Insolvency. Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI), October 2003. Discussion Paper Series 03-E-022.
41. *Krugman, Paul R.* It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. Brookings Papers on Economic Activity, 1998. № 2.
42. *Kuttner, Kenneth N. and Adam S. Posen.* The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan. Brookings Papers on Economic Activity, 2001. № 2.
43. *McKinnon, Roland I. and Kenichi Ohno.* The Foreign Exchange Origins of Japan's Economic Slump and Low Interest Liquidity Trap // *The World Economy*. 2001. Vol. 24. No 3. P. 279–316.
44. *McKinnon, Roland I.* The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit. Brookings Papers on Economic Activity 2001. No 1.
45. *Milhaupt, Curtis J.* Japan's Experience with Deposit Insurance and Failing Banks: Implications for Financial Regulatory Design? IMES Discussion Paper Series (The Bank of Japan) No 99-E-8. March 1999.

46. *Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer*. Does Relationship Banking Matter? Japanese Bank-Borrower Ties in Good Times and Bad. The University of Tokyo Faculty of Economics Discussion Paper Series F No E-F-239. August 2003.
47. *Miyauchi Atsushi*. Designing New Infrastructure for a New Lending Model. Bank of Japan Working Paper No.03-E-1. January 2003.
48. *Oda Nobuyuki and Tokiko Shimizu*. Prospects for Prudential Policy: Toward Achieving an Efficient and Stable Banking System. IMES Discussion Paper Series (The Bank of Japan) No 2000-E-3. February 2000.
49. *Ogawa Kazuo*. Why Commercial Banks Held Excess Reserves: The Japanese Experience of the Late '90s. The Institute of Social and Economic Research Osaka University Discussion Paper No. 625. December 2004.
50. *Okina Kunio*. Monetary Policy under Zero Inflation: A Response to Criticisms and Questions Regarding Monetary Policy. Monetary and Economic Studies. Bank of Japan, 1999.
51. *Okina Kunio and Shigenori Shiratsuka*. Asset Price Fluctuations, Structural Adjustments, and Sustained Economic Growth: Lessons from Japan's Experience since the Late 1980s. IMES Discussion Paper Series (The Bank of Japan), No 2004-E-19, September 2004.
52. *Otani, Akira*. Pricing-to-Market (PTM) and the International Monetary Policy Transmission: The «New Open-Economy Macroeconomics» Approach. Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2002.
53. *Peek, John and Eric S. Rosenberg*. Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. NBER Working Paper No 9643. April 2003.
54. *Posen, Adam S.* (2003). It Takes More than a Bubble to Become Japan. Institute for International Economics Working Paper. October 2003.
55. *Ramashwami, Ramana & Hossien Samiei*. The Yen-Dollar Rate: Have Interventions Mattered? IMF Working Paper, June 2000.
56. *Reinhart, Vincent R.* Securing the Peace after a Truce in the War on Inflation. IMES Discussion Paper (The Bank of Japan), No 2004-E-15. August 2004.
57. *Reszat, Beate*. Japan's Financial Markets: The Lost Decade (2003). Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) 2003. Discussion Paper No 231.
58. *Sekine Toshitaka, Keiichiro Kobayashi, and Yumi Saita*. Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms. Bank of Japan, Monetary and Economic Studies. August 2003.
59. *Shiratsuka Shigenori*. Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability. IMES Discussion Paper (The Bank of Japan), No. 2003-E-15. December 2003.
60. *Svensson, Lars E.O.* The Zero Bound in an Open Economy. A Foolproof Way to Escape from a Liquidity Trap. NBER Working Paper No 7957. October 2000.
61. *Uchida Konari and Naohisa Goto*. Economic Role of Forgiving Loans. Nihon Keizai Kenkyu (JCER Economic Journal) No 45, June 2002 (на японском яз.).
62. *Ueda, Kazuo*. Causes of the Japanese Banking Instability in the 1990s. The University of Tokyo Faculty of Economics, 1996, Discussion Paper Series F No. 96-F-17.
63. *Woo, David*. In Search of «Capital Crunch». Supply Factors behind the Credit Slowdown in Japan. IMF Working Paper No WP/99/3. January 1999.

Приложение

Таблица П1.

**Экономическая ситуация в Японии
(основные показатели)**

Год	Годовой прирост ВВП ¹⁾ , %	Годовой прирост промышленного производства ²⁾ , %	Годовой прирост валовых вложений в основную капитал ¹⁾ , %	Индекс реальной заработной платы (2000=100)	Уровень безработицы, %	Объем подрядов на «общественные строительные работы», трлн. иен	Государственный долг ³⁾ , % ВВП	Валютные резервы ⁴⁾ , млрд. долл.
1989	4,8	6,4	11,1	95,8	2,3	13,4	48,1	84,9
1990	5,1	4,1	8,9	97,3	2,1	14,6	37,9	77,1
1991	3,3	1,7	2,6	97,5	2,1	17,3	48,7	69,0
1992	1,0	-6,1	-6,8	97,6	2,2	18,3	51,0	68,7
1993	0,3	-3,9	-7,9	97,2	2,5	19,8	52,3	95,6
1994	1,0	1,0	-2,7	98,4	2,9	17,6	58,1	122,8
1995	1,9	3,2	0,8	100,5	3,2	19,2	62,3	182,8
1996	3,4	2,3	6,4	102,0	3,4	16,3	70,7	217,9
1997	1,9	3,6	5,3	102,4	3,4	15,9	70,8	220,8
1998	-1,1	-6,8	-4,3	100,4	4,1	16,6	83,3	215,9
1999	0,1	0,2	-3,2	99,4	4,7	15,4	93,9	288,1
2000	2,9	5,7	7,9	100,0	4,7	18,1	101,7	361,6
2001	0,4	-6,8	-0,1	99,4	5,0	16,8	116,3	402,0
2002	-0,5	-1,3	-6,9	97,5	5,4	15,5	129,3	469,7
2003	2,5	3,3	6,7	97,0	5,3	12,7	133,6	673,5
2004	3,6	5,5	6,6	96,3	4,7	12,0	148,6	844,5
2005	...	1,3	...	99,0	4,4	846,9

¹⁾ В постоянных ценах 1995 г.

²⁾ Добывающая и обрабатывающая промышленность (индексы, 2000=100).

³⁾ Накопленный внутренний долг центрального правительства и префектур; финансовые годы.

⁴⁾ На конец года.

Источники: рассчитано по данным Нихон токэй нэнкан, 2005; Нихон токэй гэппо, февраль 2006, № 536; Тоё кэйдзай токэй гэппо, 2005, № 9.

Таблица П2.

Движение цен и курса иены к доллару

Год	Оптовые цены ⁹⁸⁾ (2000=100)	Потребительские цены (2000=100)	Дефлятор ВВП (2000=100)	Цены на город- скую землю* (1000 иен за м ²)	Фондовый индекс Никкэй 225**	Валютный курс ¥ / \$**
1989	106,7	89,1	97,2	485,2	38916	143,40
1990	108,3	92,1	98,7	514,2	23849	135,40
1991	109,4	95,1	101,7	504,3	22984	125,25
1992	108,4	96,7	103,1	423,4	16925	124,65
1993	106,7	98,0	104,0	350,0	17417	111,85
1994	104,9	98,6	104,6	322,8	19723	99,74
1995	104,1	98,5	104,4	306,6	19868	102,83
1996	102,4	98,6	103,4	288,6	19361	116,00
1997	103,0	100,4	103,8	279,4	15259	129,95
1998	101,5	101,0	102,9	267,6	13842	115,60
1999	100,0	100,7	101,5	245,9	18934	102,20
2000	100,0	100,0	100,0	232,4	13786	114,90
2001	97,7	99,3	98,7	221,8	10543	131,47
2002	95,7	98,4	97,4	211,2	8579	119,37
2003	94,9	98,1	96,0	202,4	10667	106,97
2004	96,1	98,1	94,9	196,4	11489	103,78
2005	97,7	97,8	93,3	...	16111	117,48

* В городской черте Токио.

** На конец года.

Источники: Нихон токэй нэнкан, 2005; Нихон токэй гэппо, апрель 2006, № 538; Тоё кайд-зай токэй гэппо, 2005, № 9.

⁹⁸⁾ В настоящее время индекс оптовых цен с базой 2000 г. составляется Банком Японии и публикуется под названием «индекса цен на корпоративные товары». Он охватывает главным образом товары межфирменного оборота. Revision of the Wholesale Price Index (Switchover to the 2000 Base Corporate Goods Price Index <CGPI>. Bank of Japan, December 9, 2002 (www.boj.or.jp).

Таблица ПЗ.

**Денежные агрегаты, мультипликатор и соотношение
между денежной массой и ВВП**

Год	Денежная база М1 ¹⁾ (приросты), %	Денежная масса М2+CD ²⁾ (приросты), %	$\frac{M2+CD}{M1}$ ³⁾ , %	$\frac{M2+CD}{ВВП}$ ⁴⁾ , % (the <i>Marshallian k</i>)
1989	2,4	10,2	398,6	105,6
1990	4,5	12,0	434,0	109,2
1991	9,5	7,4	427,6	107,5
1992	3,9	2,3	411,4	104,2
1993	7,0	-0,2	403,9	104,6
1994	4,2	2,2	391,1	105,6
1995	13,1	2,8	372,4	107,3
1996	9,6	3,2	338,1	107,9
1997	8,5	5,2	320,4	108,9
1998	5,0	4,0	308,0	115,1
1999	11,7	2,7	289,0	121,0
2000	8,2	1,9	272,9	122,6
2001	8,5	3,3	258,7	127,9
2002	27,6	3,3	209,5	134,2
2003	8,2	1,7	196,7	136,5
2004	4,0	1,9	192,6	139,6
2005	4,7	1,8	187,4	140,2

¹⁾ Банкноты и монеты в обращении + вклады до востребования.

²⁾ Денежная база плюс сертификаты депозитов, плюс срочные и валютные вклады.

³⁾ Мультипликатор денежного спроса.

⁴⁾ В текущих ценах.

Источники: Кэйдзай токэй нэнкан, Т., 1999; Нихон токэй гэппо, апрель 2006, № 538.

Таблица П4.

Банковские кредиты и процентные ставки, %

Год	Банковские кредиты и учет векселей (остатки на счетах, годовые приросты), %	Дисконтная ставка Банка Японии	Ставка «овернайт» на межбанковском рынке	Доходность государственных облигаций с 10-летним сроком погашения	Средняя контрактная ставка по банковским кредитам и учету векселей ¹⁾	Средняя ставка по срочным депозитам в банках ²⁾
1989	10,8	4,25	6,660	5,707	5,759	4,320
1990	7,5	6,00	8,340	6,412	7,895	6,080
1991	-3,8	4,50	5,560	5,533	6,942	5,250
1992	11,1	3,25	3,910	4,805	5,357	3,820
1993	1,1	1,75	2,440	3,342	4,414	2,581
1994	0,3	1,75	2,280	4,529	4,047	1,885
1995	1,1	0,50	0,460	3,194	2,788	1,091
1996	-4,1	0,50	0,440	2,727	2,533	0,504
1997	1,0	0,50	0,470	1,918	2,367	0,388
1998	0,8	0,50	0,320	2,050	2,255	0,363
1999	-4,1	0,50	0,050	1,704	2,100	0,273
2000	-0,1	0,50	0,200	1,659	2,116	0,256
2001	-3,4	0,10	0,002	1,329	1,880	0,168
2002	-3,7	0,10	0,001	0,888	1,834	0,113
2003	-4,3	0,10	0,001	1,330	1,799	0,068
2004	-2,4	0,10	0,002	1,502	1,732	0,046
2005	1,1	0,10	0,004	1,470	1,623	0,001

¹⁾ 1989–1993 гг. – крупнейшие банки; 1994 г. и далее – все банки.

²⁾ Депозиты на срок более 1 года.

Источники: Кэйдзай токэй нэнкан. Т., 1999; Нихон токэй гэппо. Февраль 2006. № 536.