



ФОНД ЛИБЕРАЛЬНАЯ МИССИЯ

Richard KOO

THE HOLY GRAIL
OF
MACROECONOMICS
Lessons from Japan's
Great Resession

John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.

Ричард КУ

СВЯЩЕННЫЙ
ГРААЛЬ
МАКРОЭКОНОМИКИ

Уроки великой
рецессии в Японии



·МЫСЛЬ·
Москва

УДК 330.101.541:338(520)
ББК 65.012.3+65.9(5Япо)
К88



ФОНД ЛИБЕРАЛЬНАЯ МИССИЯ

Перевод с английского:
Ю. Кузнецов (гл. 3, 5, 7, 8, Приложение)
А. Куряев (гл. 1, 2, 4, Предисловие)
В. Егоров (гл. 6)

Ку, Ричард
К88 **Священный Грааль макроэкономики : уроки великой рецессии в Японии** / Ричард Ку ; пер. с англ. Ю. Кузнецова, А. Куряева, В. Егорова. — Москва : Мысль, 2014. 434 с.

ISBN 978-5-244-01170-8

Книга Ричарда Ку, главного экономиста Nomura Research Institute, исследовательского подразделения крупнейшей инвестиционной компании Японии Nomura Securities, посвящена исследованию причин 15-летней рецессии, поразившей экономику Японии на рубеже столетий (1990–2005). Автор пытается объяснить, почему в 1990-е годы экономика Японии столь внезапно затормозила и перестала реагировать на многие стандартные меры экономической политики, используемые для борьбы с кризисами. Для этого он применяет разработанную им концепцию рецессии балансов. Рецессии этого типа случаются тогда, когда компании в ответ на резкое ухудшение состояния бухгалтерского баланса (при обрушении цен на активы на фоне сохранения номинальной задолженности) начинают минимизировать долговую нагрузку, т.е. перестают брать кредиты в банках и выплачивают имеющиеся долги. В сочетании с другими экономическими силами, действующими в ходе рецессии, это приводит к глубокому и устойчивому падению совокупного спроса. Согласно наблюдениям автора, рецессии балансов — редкие явления. Наиболее известные примеры — это Великая депрессия в США и Великая рецессия в Японии. Автор пытается интегрировать уроки длительной рецессии в Японии в корпус макроэкономического анализа.

УДК 330.101.541:338(520)
ББК 65.012.3+65.9(5Япо)

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as expressly permitted by law, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate photocopy fee to the Copyright Clearance Center. Requests for permission should be addressed to the Publisher, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., 2 Clementi Loop, #02-01, Singapore 129809, tel: 65-6463-2400, fax: 65-6463-4605, e-mail: enquiry@wiley.com.sg

ISBN 978-0470-82494-8 (англ.)
ISBN 978-5-244-01170-8 (рус.)

© 2009 by John Wiley & Sons (Asia) Pte.
© Мысль, 2014

СОДЕРЖАНИЕ

Благодарности	9
Предисловие.....	11
Глава 1. Рецессия в Японии.....	17
1.1. Структурные проблемы и проблемы банковского сектора не объясняют продолжительность рецессии в Японии	17
1.2. Схлопывание пузыря запустило рецессию балансов.....	29
1.3. Экономику Японии поддержали бюджетные расходы	42
1.4. Минимизация долга и денежно-кредитная политика	49
Глава 2. Характеристики рецессий балансов.....	63
2.1. Выход из рецессии балансов	63
2.2. Налоговые поступления в период рецессии балансов	78
2.3. Процентные ставки после рецессии балансов	98
2.4. Отстаивание необходимости мягкой денежно-кредитной политики демонстрирует непонимание природы рецессии	105
Глава 3. Великая депрессия была рецессией балансов.....	119
3.1. Почему экономисты проглядели рецессии балансов?	119
3.2. Великая депрессия как рецессия балансов.....	132
3.3. Существует более чем один вид рецессий.....	165

ГЛАВА 4. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ, ВАЛЮТНАЯ И НАЛОГОВО-БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА ВО ВРЕМЯ РЕЦЕССИИ БАЛАНСОВ	169
4.1. ПРОБЛЕМА НЕОРТОДОКСАЛЬНОГО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ	169
4.2. ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА В ПЕРИОД РЕЦЕССИИ БАЛАНСОВ.	188
4.3. МЫ ДОЛЖНЫ ОСТАВИТЬ ЗДОРОВУЮ ЭКОНОМИКУ СЛЕДУЮЩЕМУ ПОКОЛЕНИЮ	192
ГЛАВА 5. ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ЦИКЛЫ ИНЬ—ЯН И СВЯЩЕННЫЙ ГРААЛЬ МАКРОЭКОНОМИКИ.	207
5.1. ПУЗЫРИ, РЕЦЕССИИ БАЛАНСОВ И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ЦИКЛ	207
5.2. ОШИБОЧНОЕ ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ, ХАРАКТЕРНЫХ ДЛЯ ЯН, В МИРЕ ИНЬ	217
5.3. ЧТО ПРОГЛЯДЕЛИ И КЕЙНСИАНЦЫ, И МОНЕТАРИСТЫ	225
5.4. К ЭКОНОМИКО-ТЕОРЕТИЧЕСКОМУ СИНТЕЗУ	229
ГЛАВА 6. ДАВЛЕНИЕ ГЛОБАЛИЗАЦИИ	243
6.1. ЯПОНИИ И ДРУГИМ РАЗВИТЫМ СТРАНАМ ТРЕБУЮТСЯ НАСТОЯЩИЕ РЕФОРМЫ	243
6.2. ГЛОБАЛЬНЫЕ ДИСБАЛАНСЫ И ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ ПОТОКОВ КАПИТАЛА	253
6.3. КОРРЕКЦИЯ ГЛОБАЛЬНОГО ДИСБАЛАНСА ТАКЖЕ ДОЛЖНА БЫТЬ ПОСТЕПЕННОЙ.	279
ГЛАВА 7. НЫНЕШНИЕ ПУЗЫРИ И РЕЦЕССИИ БАЛАНСОВ	289
7.1. СИТУАЦИЯ В АМЕРИКЕ: ФИАСКО СУБСТАНДАРТНЫХ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ.	289
7.2. КИТАЙСКИЙ ПУЗЫРЬ	314
7.3. ВЫБОР, СТОЯЩИЙ ПЕРЕД ГЕРМАНИЕЙ В УСЛОВИЯХ МААСТРИХТСКОГО ДОГОВОРА	324
7.4. ПОДГОТОВКА ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ КАК К ФАЗЕ ИНЬ, ТАК И К ФАЗЕ ЯН	328

ГЛАВА 8. МИР В СОСТОЯНИИ РЕЦЕССИИ БАЛАНСОВ	331
8.1. Луч надежды из Японии	336
8.2. Осведомленность о японском опыте улучшит самоощущение людей	340
8.3. Необходимость нового общественного договора . . .	343
8.4. Нынешние условия для экспорта намного более суровы	344
8.5. Финансирование масштабного бюджетного стимулирования не создаст никаких проблем.	346
8.6. Процессу коррекции могут помешать рейтинговые агентства	350
8.7. Финансирование мер по спасению банков также не создаст проблем	353
8.8. Соотношение риска и выгоды при использовании денежно-кредитной политики для борьбы со сжатием кредита.	355
8.9. Спрос на кредит будет большей проблемой, чем предложение кредита.	362
8.10. Азия нуждается в новой модели роста	376
8.11. Ближайшие вызовы, с которыми столкнется Азия . . .	378
8.12. Долгосрочные вызовы, с которыми столкнется Азия	380
8.13. Заключительные замечания.	383
Приложение. Соображения о Вальрасе и макроэкономике . . .	387
П.1. Неоклассическая экономическая теория проигнорировала причины существования денег . . .	387
П.2. Влияние использования денег на благосостояние	398
П.3. Выводы.	403
Библиография	405
Указатель	414

БЛАГОДАРНОСТИ

Эта книга не увидела бы свет без помощи большого числа людей. Прежде всего, огромную роль в формулировании моих идей сыграли клиенты и сотрудники инвестиционной компании Nomura Securities, которые заставляли меня напряженно и глубоко размышлять о проблемах японской экономики и их общемировом значении. Тот факт, что их деньги инвестированы в Японии, заставлял меня тщательно подбирать слова и держаться в рамках.

Особенно плодотворны были бесчисленные обсуждения с бывшим коллегой по Федеральному резервному банку Нью-Йорка Робертом Макоули, ныне работающим в Банке международных расчетов. Регулярный обмен идеями с руководителем исследовательского департамента Банка Японии Шосаку Мараямой, с недавних пор занимающим пост президента Teikoku Seiyaku Co., также оказался крайне полезен. Профессор Такеро Дои из Университета Кейо помог мне понять новейшие веяния в академической среде. Много ценных комментариев я получил от профессора Карла Криста из моей альма-матер, Университета Джона Хопкинса. Ответственность за все ошибки, содержащиеся в книге, разумеется, лежит на мне и только на мне.

В период непосредственного написания книги мне очень помогла поддержка со стороны исполнительного вице-президента Nomura Securities Хироми Ямайи.

Мой секретарь Юко Терадо помогала мне в подготовке текста рукописи. Мой помощник Масая Сасаки не только построил графики и собрал цифровые данные, но и помогал мне с поиском научных статей и исторических материалов, использованных в книге. Только благодаря их самоотверженной помощи я смог написать эту квазинаучную книгу, работая главным экономистом Исследовательского института компании Nomura. Они оба работали сверхурочно, чтобы книга вышла по графику. Нет таких слов благодарности, которые хоть как-то соответствовали бы приложенным ими усилиям.

Я также хочу выразить признательность издателю японского оригинала этой книги Тойо Кейзай и Крису Грину, который не только прекрасно перевел книгу с японского, но и добавил ценные штрихи, чтобы текст был более понятен англоязычному читателю.

Наконец, я хочу поблагодарить мою жену Чьен-Мей и наших детей Джеки и Рикки за то, что терпеливо сносили мое частое отсутствие в выходные и праздники. Я у них в неплатном долгу.

ПРЕДИСЛОВИЕ

Глобальный финансовый кризис и экономический обвал породили страх второго пришествия Великой депрессии. И хотя для борьбы с рецессией экономические власти по всему миру использовали весь доступный им арсенал мер, результаты оказались минимальны. Более того, экономическая наука до сих пор не способна объяснить, почему депрессия 30-х годов прошлого века оказалась столь глубокой и длилась так долго, хотя с того времени прошло уже более семи десятилетий.

Нынешний председатель Совета управляющих Федерального резерва и признанный ученый-экономист Бен Бернанке в 1995 г. писал, что «понимание Великой депрессии является Священным Граалем макроэкономики», но «мы еще далеки от его обретения». Ниже он добавляет, что «Великая депрессия не только способствовала оформлению макроэкономики в самостоятельную область исследований, но... опыт 1930-х годов продолжает оказывать влияние на взгляды макроэкономистов, рекомендации в области экономической политики и выбор направлений исследований». Действительно, с тех пор как в 1936 г. «Общая теория» Кейнса ознаменовала начало эры макроэкономики, в попытках решить эту проблему, которая, по словам Бернанке, «остается захватывающим интеллектуальным вызовом», исследователями предложены самые разные объяснения той депрессии. Эта проблема остается захватывающим вызовом, так как мы по сей день не имеем ответа на вопрос, почему после краха фондового рынка в октябре 1929 г. события приняли столь дурной оборот.

С учетом сказанного выше я попытаюсь показать, что 15-летняя «Великая рецессия» в Японии (если воспользоваться термином Адама Позена) наконец позволяет ответить на вопрос не только о том, каким образом после схлопывания пузыря экономика может погрузиться в длительную рецессию, не реагируя на многие общепринятые меры экономической политики, но и о том, сочетание каких именно

мер экономической политики поможет экономике выйти из этого типа рецессии. Хотя история никогда не повторяется в точности, я считаю, что между этими двумя затянувшимися экономическими спадами имеется достаточно сходств, чтобы предположить, что силы, ослабившие эффективность традиционных мер макроэкономической политики и продлившие рецессии, в обоих случаях были одинаковы. Я также считаю, что те же самые негативные силы действуют и в нынешнем глобальном кризисе, разразившемся после схлопывания пузырей на рынках недвижимости в разных частях мира.

Чтобы показать сходство между двумя длительными рецессиями, случившимися в США и Японии с разницей в 70 лет, вначале мы проанализируем то, что произошло с японской экономикой. Книга начинается с рассказа о Японии не только потому, что автор сам был свидетелем этой рецессии и в течение последних 15 лет принимал активное участие в обсуждении экономической политики, но и потому, что по Японии имеется гораздо более обширный массив данных, чем для периода Великой депрессии в США. Кроме того, ответ на вопрос: почему в 1990-х годах экономика Японии так внезапно и резко затормозила, при том что с самого конца 1980-х годов она находилась на вершине могущества, сам по себе является захватывающим интеллектуальным вызовом.

Я использую концепцию «рецессии балансов», впервые представленную на английском в моей предыдущей книге «Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications» (John Wiley & Sons [Asia], 2003). Новизна этой концепции состоит в том, что в отличие от неоклассической макроэкономической теории, которая предполагает, что частные корпорации всегда максимизируют прибыль, в рамках этой концепции предполагается, что в ответ на угрожающее ухудшение баланса некоторые компании могут начать минимизировать долговую нагрузку. После объяснения истинного механизма длительного замедления экономики в Японии я попытаюсь выяснить, действовал ли тот же механизм в США 70 лет назад. Затем временные границы анализа будут расширены для

охвата событий последних лет — глобального финансово-экономического кризиса.

Эта книга преследует одну цель, и в ходе ее написания я пытался решить две задачи. Во-первых, объяснить и проанализировать японскую Великую рецессию. Решению этой задачи посвящены главы 1 и 2.

Вторая, более амбициозная, задача состоит в том, чтобы интегрировать уроки длительной рецессии в Японии в корпус макроэкономического анализа. Этому посвящены главы 3 и 5, в которых теория рецессии балансов сформулирована в более широком и общем виде и где она сравнивается с существующими теориями. Конечная цель этих упражнений, конечно, состоит в том, чтобы использовать уроки, полученные в ходе Великой депрессии и Великой рецессии, для борьбы с похожими экономическими проблемами, порождаемыми лопнувшими пузырями цен на активы, особенно в ходе нынешнего глобального финансового кризиса.

В главах 3 и 4 дается обзор исследований Великой депрессии, выполненных учеными-экономистами за последние 30 лет. Вернуться к осмыслению той депрессии было необходимо, поскольку, как видно из процитированного выше утверждения Бернанке, события того времени оказали огромное влияние на макроэкономику.

В частности, экономисты всего мира советовали властям Японии бороться с рецессией с помощью еще более решительного смягчения денежно-кредитной политики. Свои рекомендации они основывали на результатах изучения Великой депрессии, полученных за последние 25 лет, согласно которым депрессия была вызвана ошибочной денежной политикой, а последующее восстановление американской экономики стало возможным благодаря изменению позиции Федерального резерва.

Мне, как человеку, наблюдавшему за событиями на передовой японских финансовых рынков, подобные рекомендации представлялись крайне нереалистичными, потому что даже при нулевых процентных ставках спрос японского бизнеса на кредиты полностью отсутствовал. В ходе полемики с этими экономистами я понял, что конструктивного обсуждения не получится до тех пор, пока я не докажу ошибочность

некоторых «уроков» Великой депрессии, лежащих в основе их взглядов. Можно показать, что, подобно японской рецессии, Великая депрессия была рецессией балансов, так что в борьбе с ней денежно-кредитная политика ничем не могла помочь, а в общепринятую экономическую теорию следует внести серьезные изменения.

Чтобы доказать это, я рискнул пробраться в логово тигра, и то, что я там нашел, стало сюрпризом. Изучая данные с точки зрения *спроса* на финансовые средства, я обнаружил, что все индикаторы подтверждают гипотезу рецессии балансов. Много пассажиров, поддерживающих мнение о том, что Великая депрессия в действительности была рецессией балансов, содержится даже в классическом обзоре денежной истории США, написанном Анной Шварц и Милтоном Фридменом, которые первыми заявили, что Великой депрессии можно было избежать с помощью надлежащей денежно-кредитной политики, и долгое время отстаивали ее ведущую роль.

Хотя судьями будут читатели, я считаю, что, как и Великая японская рецессия, Великая депрессия в Америке была рецессией балансов, спусковым механизмом которой послужило стремление бизнеса минимизировать долговую нагрузку. Как и в Японии, проблема состояла в отсутствии спроса на кредиты в частном секторе, а не в недостатке финансовых средств, предлагавшихся денежными властями.

В главе 5 все аргументы сводятся воедино и утверждает, что экономика может находиться в двух фазовых состояниях: обычном (ян), когда частный сектор максимизирует прибыли, и после схлопывания пузыря (инь), когда частный бизнес минимизирует долговую нагрузку или каким-то иным способом демонстрирует одержимость восстановлением поврежденных бухгалтерских балансов. Затем утверждается, что эти состояния связаны в цикл. Проведение различия между фазами инь и ян объясняет, почему те или иные меры экономической политики в одних ситуациях работают хорошо, а в других не работают вовсе. Полученный синтез обеспечивает твердое основание для макроэкономики, которое так не хватало со времен Кейнса.

Глава 6 посвящена давлению глобализации и глобальным дисбалансам. Хотя эти вопросы и не связаны напрямую с ре-

цессиями балансов, они затрудняют проведение денежно-кредитной политики во многих странах.

В главе 7 рассказывается о текущих пузырях и рецессиях балансов с особым акцентом на проблеме субстандартной ипотеки в США. Экономический спад в США, вызванный фиаско на рынке субстандартной ипотеки, является разновидностью рецессии балансов, отмеченной многими неприятными побочными эффектами. Ко всему прочему это чрезвычайно опасная рецессия, причинившая огромный ущерб множеству финансовых учреждений по обе стороны Атлантики. Несмотря на то что с таким ущербом для балансов домохозяйств и банков быстрое восстановление невозможно, уроки, извлеченные из 15-летнего опыта Японии, можно использовать для сокращения до минимума времени восстановления экономики США. (В первом издании книги, вышедшем в апреле 2008 г., насчитывалось семь глав. В марте 2009 г. появилась новая, восьмая, глава, в которой рассказывалось о дальнейшем развитии событий. В целях экономии времени первые семь глав не претерпели никаких изменений.)

Приложение является моим скромным вкладом в споры о том, как лучше всего включить использование денег в общепринятую неоклассическую схему. Кроме того, в этом разделе подвергнуты критике некоторые фундаментальные понятия современной экономической теории.

В ответ на трагические события Великой депрессии Кейнс придумал понятие совокупного спроса. Но даже он не сумел или не захотел порвать с имеющим долгую историю базовым допущением экономической теории: фирмы всегда и везде стремятся максимизировать прибыль. Кейнсианская революция в конце концов налетела на мель из-за того, что ее адепты не поняли, что их рекомендации в области налогово-бюджетной (фискальной) политики работают только в фазе инь, когда предприятия стремятся минимизировать долговую нагрузку.

Концепция рецессии балансов выходит за флажки, за которые сам Кейнс не сумел или не захотел выйти, и предусматривает возможность того, что компании могут стремиться минимизировать долговую нагрузку. Тем самым она

полностью объясняет такие экономические явления, как ловушка ликвидности и длительная рецессия, для которых прежде убедительного объяснения не существовало. Кроме того, данная концепция дополняет и расширяет общепринятые теории, ясно указывая, когда меры денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики наиболее эффективны, а также когда они наиболее вредны. Полученный синтез экономических теорий вполне может стать Священным Граалем макроэкономики, поисками которого экономисты занимаются с 1930-х годов.

Рождением концепции рецессии балансов мы обязаны страданиям и жертвам японского народа, длившимся последние 15 лет. Хотя за эту концепцию заплачена высокая цена, она может стать огромным подспорьем для стран, пытающихся сформулировать экономическую политику в ответ на образование пузырей на различных рынках и последствие их схлопывания — рецессию балансов. А я тем временем жду помощи и критики от коллег-экономистов в деле усовершенствования этой теории, чтобы сделать ее более полезным инструментом и тем самым трансформировать болезненный опыт Японии в благотворное наследие для всего мира.

Ричард Ку,
апрель 2009 г.

ГЛАВА 1

РЕЦЕССИЯ В ЯПОНИИ

Восстановление японской экономики реально, и все признаки окончания 15-летней рецессии наконец налицо. Но важно помнить, что на экономику оказывают влияние как фундаментальные, так и циклические факторы. Подлинное восстановление очевидно только в первых — тех уникальных проблемах, с которыми боролась Япония в течение последних 15 лет. Циклические, или внешние, факторы, такие как колебания обменных курсов валют, давление глобализации, в особенности со стороны Китая, и финансовые неурядицы в США, по-прежнему продолжают отравлять жизнь. Так что хотя последние данные дают повод для оптимизма в отношении фундаментальных факторов, Япония будет и впредь испытывать негативное влияние циклических колебаний и внешнего давления.

В главе 1 выявляется тип рецессии, которую пережила Япония, а в главе 2 подробно исследуется происходящее в данный момент восстановление экономики. Глобальные и циклические экономические тенденции обсуждаются в главах 6 и 7.

1.1. Структурные проблемы и проблемы банковского сектора не объясняют продолжительность рецессии в Японии

1.1.1. Восстановление японской экономики началось не потому, что были решены структурные проблемы

О причинах 15-летней рецессии в Японии сказано много. Одни приписывают ее структурным проблемам или проблемам в банковском секторе; другие утверждают, что винить следовало ненадлежащую денежную политику, приведшую к излишне высоким реальным процентным ставкам; третьи указывают на свойственные японцам уникальные культур-

ные факторы. Не особо рискуя ошибиться, можно сказать, что среди наблюдателей-неяпонцев многие журналисты и обычные люди придерживаются культурного и структурного объяснения, а ученые-экономисты возлагают вину на провал денежно-кредитной политики. Профессионалы финансовых рынков ключевой причиной замедления экономики Японии называют проблемы банковского сектора.

К лагерю сторонников структурного аргумента принадлежал бывший председатель совета управляющих федерального резерва Алан Гринспен, утверждавший, что коренной причиной проблем является неспособность выплотить [с экономического поля] компании-зомби¹, и бывший премьер-министр Японии Дзюньитиро Коидзуми, чьим боевым кличем было: «Без структурных реформ не будет восстановления». Хотя термин «структурные реформы» для разных людей может обозначать разные вещи, Коидзуми и его министр экономики Хейдзо Такенака, говоря о реформе, имели в виду реформу рейгановско-тэтчеровского типа, построенную на принципах экономической теории предложения. Они продвигали эту разновидность реформ, потому что обычные денежно-кредитное и налогово-бюджетное стимулирование спроса, казалось, не помогало развернуть экономику в нужном направлении. Покойный бывший премьер-министр Рютаро Хасимото, ушедший в отставку в августе 1998 г., в деле перезапуска экономики также возлагал надежды на структурные реформы.

На структурные проблемы возлагают вину также за пятилетнюю рецессию в Германии 2000–2005 гг., самый глубокий спад после Второй мировой войны. Тот факт, что экономика Германии столь вяло отреагировала на денежно-кредитный стимул со стороны Европейского центрального банка (ЕЦБ) на фоне гораздо более активной реакции экономик других стран зоны евро, поддержал аргументы в пользу проведения структурных реформ в Германии.

В лагере ученых-экономистов Кругман [Krugman (1998)] утверждал, что коренной причиной трудностей Японии яв-

¹ Из показаний председателя Федерального резерва Гринспена перед Объединенным экономическим комитетом 21 мая 2003 г. Подробнее см.: «Q&A Transcript VIII» в Bloomberg (2003).

ляется дефляция, добавив даже, что то, каким образом Япония дошла до дефляции, не имеет значения¹. Для борьбы с дефляцией он проповедовал количественное смягчение и таргетирование инфляции. Этого подхода, не углубляющегося в природу дефляции, а сразу предлагающего возможные лекарства от нее, придерживались также Бернанке (Bernanke 2003), выступавший за монетизацию государственного долга, Свенссон [Svensson (2001)] и Эггертссон [Eggertsson (2003)], рекомендовавшие различные комбинации таргетирования уровня цен и понижения валютного курса. Ученые-экономисты агитировали в пользу более активной денежно-кредитной политики, потому что последние три десятилетия исследований Великой депрессии привели таких авторов, как Эйхенгрин, Сакс, Бернанке, Роумер и Темин [Eichengreen (2004), Eichengreen and Sachs (1985), Bernanke (2003), Romer (1991), Temin (1994)], к выводу, что наблюдавшихся в то время длительного экономического спада и ловушки ликвидности можно было избежать, если бы центральный банк США активнее вливал резервы [в банковскую систему].

Хотя все эти аргументы не лишены смысла, тот факт, что длительные рецессии встречаются крайне редко, наводит на мысль, что этот раз чем-то отличается. Поэтому критически важно вычленить основную движущую силу 15-летней рецессии. Но прежде я попытаюсь развеять некоторые мифы о том, что происходило в Японии в течение последних 15 лет, и по ходу изложения подробно исследую применимость каждого из перечисленных выше аргументов. Вначале будут рассмотрены структурный и банковский аргументы, потому что на их основе будет оцениваться аргумент денежно-кредитной политики и культурный аргумент.

Бывший премьер-министр Дзюньитиро Коидзуми, ушедший в отставку в сентябре 2006 г., сделал популярным лозунг «Без структурных реформ не будет восстановления». Я первым соглашусь с тем, что экономика Японии страдает от множества структурных проблем, — в конце концов я был автором части идей, которые без изменений вошли

¹ Krugman (1998), p. 172.

в Американско-японскую инициативу по ликвидации структурных препятствий (U.S.-Japan Structural Impediments Initiative), начатую президентом Джорджем Бушем-старшим в 1991 г.¹ Но они не могли быть первопричиной того, что страна находилась в рецессии так долго. Я совершенно не верю в то, что разрешение этих проблем в самом начале рецессии перезапустило бы японскую экономику. Точно так же я не думаю, что два главных достижения эры Коидзуми в деле «структурных реформ», приватизация автострадных корпораций и почты, имеют какое-то отношение к нынешнему восстановлению экономики.

Откуда мы знаем, что столь долгая рецессия вызвана не структурными проблемами? Для ответа на этот вопрос необходимо понимать, что представляет собой экономика, имеющая структурные проблемы.

История попыток объяснить экономические проблемы структурными деформациями достаточно коротка. Первыми о том, что общепринятый макроэкономический подход, делающий акцент на управлении совокупным спросом, не решит экономических проблем, с которыми столкнулись в конце 1970-х годов США и Великобритания, заявили американский президент Рональд Рейган и британский премьер-министр Маргарет Тэтчер. В то время США и Британия были подлинными рассадниками структурных недугов: рабочие часто бастовали, заводы производили некачественную продукцию, американские потребители, недовольные надежностью отечественных легковых автомобилей, начали покупать японские.

Федеральный резерв пытался стимулировать экономику путем проведения мягкой денежно-кредитной политики, которая привела к двузначной инфляции и устойчивому росту торгового дефицита по мере того, как потребители отказывались от некачественных отечественных товаров в пользу импорта. Это отражалось на долларе и усугубляло инфляционное давление. В свою очередь, более высокая инфляция вела к дальнейшей девальвации доллара. Когда, пытаясь остановить рост цен, Федеральный резерв наконец повысил

¹ См., например, Коо (1998).

процентные ставки, предприятия начали откладывать инвестиции. Так выглядел порочный круг, в который попала экономика США.

1.1.2. Структурные недуги указывают на проблемы на стороне предложения

В экономике, мучимой структурными проблемами, частые забастовки и другие эксцессы мешают фирмам производить качественные товары по конкурентоспособным ценам. Такая экономика, как правило, имеет большой торговый дефицит, высокую инфляцию и слабую валюту, что ведет к высоким процентным ставкам, которые ослабляют желание предприятий делать инвестиции. Неспособность производить качественные товары и услуги обусловлена проблемами на микроуровне (т.е. структурными), которые невозможно решить при помощи денежно-кредитной или налогово-бюджетной (фискальной) политики.

Однако в то время экономисты доминирующего направления считали, что проблемы США и Британии можно решить с помощью правильной макроэкономической политики. Многие высмеивали реформы Рейгана и Тэтчер, основанные на принципах экономической теории предложения, называя их «шаманской экономической теорией» («voodoo economics»), утверждая, что реализуемые ими меры экономической политики не более чем заклинания, а аргументы Рейгана нельзя воспринимать всерьез. В Японии большинство экономистов также с презрением относились к экономической теории предложения, высмеивая политику Рейгана как «экономику распития sake под цветущей сакурой» («cherry-blossom-drinking economics»). Эта метафора отсылает к старой сказке о двух братьях, которые привезли бочонок sake для продажи выпивохам, кутящим под кронами цветущей сакуры, но в конечном итоге выпили всё сами: каждый из них брал плату со своего брата за кружку рисового пива и затем тратил эту выручку на покупку кружки sake для себя.

Несмотря на то что в конце 1970-х годов, будучи студентом и затем аспирантом в Федеральном Резерве, я был воспитан на общепринятой экономической теории, я поддерживал Рейгана, поскольку полагал, что экономические проб-

лемы Америки невозможно решить с помощью обычной макроэкономической политики и вместо этого требуется увеличить способность страны производить товары и услуги. Я и сегодня считаю, что тогда был прав. Перед британской экономикой стояли те же проблемы, и Маргарет Тэтчер проводила реформы, рекомендуемые экономической теорией предложения.

Когда Рейган стал президентом, США страдали от двузначной инфляции и необычайно высоких процентных ставок: краткосрочные ставки достигали 22%, долгосрочные – 14%, а 30-летняя ипотека с фиксированной ставкой – 17%. Забастовки стали обычным делом, торговый дефицит достиг внушительной величины и продолжал расти, доллар падал, а заводы производили некачественные товары.

1.1.3. Экономика Японии страдает от недостатка спроса

На протяжении последних 15 лет экономическая ситуация в Японии была практически зеркальным отражением состояния экономик США и Великобритании в 1980-е годы. Кратко- и долгосрочные процентные ставки находились на самых низких уровнях в истории. За исключением забастовки, организованной профсоюзом профессиональных бейсболистов в сентябре 2004 г., за последнее десятилетие почти не наблюдалось трудовых конфликтов. Цены падали, а не росли. Япония долгое время похвалялась крупнейшим в мире профицитом торгового баланса, пока в последние годы ее не обошли по этому показателю Китай и Германия. Более того, иена настолько усилилась, что в 2003–2004 гг. с целью ее смягчения правительство Японии осуществило валютные интервенции на рекордную сумму 30 трлн иен.

Все это говорит об избытке предложения в японской экономике и недостатке спроса. Высокий спрос на японские товары существовал везде, кроме внутреннего рынка. И причина была не в недостатках этих товаров, а в отсутствии внутреннего спроса.

Что касается корпоративного сектора, то в последнее время пристальное внимание привлекла устойчивая рентабельность японских корпораций. Однако большая часть прибыли

получается за счет экспорта, а на внутреннем рынке удается зарабатывать лишь горстке компаний. Поскольку, несмотря на все маркетинговые усилия, продажи на внутреннем рынке стагнируют все больше и больше, предприятия уделяют повышенное внимание зарубежным рынкам, что увеличивает экспортные продажи и соответственно профицит торгового баланса. Короче говоря, в последние 15 лет Япония попала в западную обстановка, с которыми не пришлось столкнуться США 25 лет назад. Предложений было более чем достаточно, а спроса не хватало. И несмотря на наличие структурных проблем, нельзя возлагать на них ответственность за столь долгую рецессию. В табл. 1.1 сравниваются текущая экономическая ситуация в Японии и условия, сложившиеся в США 25 лет назад.

Таблица 1.1

Структурные проблемы не объясняют
экономические проблемы Японии

	Великая рецессия в Японии	США во время эры Рейгана
Краткосрочные процентные ставки	0%	~22%
Долгосрочные процентные ставки	-1,5%	~14%
Проценты по ипотечным ссудам на покупку жилой недвижимости	~3-4%	~17%
Трудовые конфликты	Нет	Частые забастовки
Цены	Дефляция	Двузначная инфляция
Торговый баланс	Крупнейший в мире профицит	Дефицит
Обменный курс	Масштабные интервенции для сдерживания курса иены	Резко падает
Базовые экономические условия	Адекватное предложение, но недостаток спроса	Адекватный спрос, но недостаточное предложение

Примечание: ставки по ипотеке относятся к 30-летним фиксированным закладным.

Источник: NRI.

1.1.4. Экономика Японии не восстанавливается из-за нерешенности проблем банковского сектора

Часто утверждают, что в рецессии виноват банковский сектор. Согласно этой логике, проблемы сконцентрированы в банковском секторе и кредитный спазм перекрыл поток денег в экономику. Однако если бы узким местом были банки, т.е., иными словами, если бы банки отказывали потенциальным заемщикам, желающим получить кредит, мы наблюдали бы некоторые явления, характерные для ситуации кредитного сжатия.

Для компании, нуждающейся в средствах, ближайшим заменителем банковского кредита является обращение к долговому рынку — эмиссия корпоративных облигаций. Даже при том, что этот вариант доступен только компаниям, акции которых обращаются на фондовой бирже, в Японии возможность разместить облигации или акции на рынках капитала в случае невозможности получить банковское кредитование имеют 3800 корпораций.

Но во время рецессии ничего подобного не наблюдалось. На верхнем графике на рис. 1.1 показана стоимость облигаций, выпущенных японскими корпорациями с 1990 г. до настоящего времени. С 2002 г. совокупная стоимость облигационных выпусков, обращающихся на рынке, неуклонно падает, т.е. погашения превышают размещения. В нормальных условиях при нулевых процентных ставках такой сценарий немислим. Даже если согласиться с тем аргументом, что банки по каким-то причинам отказываются кредитовать корпоративных клиентов, решение об эмиссии облигаций компании принимают сами. Между тем общая стоимость обращающихся на рынке корпоративных облигаций резко сократилась.

Дополнительным аргументом против этого часто выдвигаемого тезиса может служить поведение в Японии иностранных банков, которые в отличие от своих японских конкурентов не столкнулись с проблемой безнадежных долгов после схлопывания пузыря, надувшегося в кон-

це 1980-х годов, известного как пузырь Хэйсэй*. Если бы именно недостаток собственного капитала и груз безнадежных долгов не позволял японским банкам удовлетворять здоровый спрос на кредитные средства со стороны японских предприятий, то иностранные банки должны были бы немедленно воспользоваться беспрецедентной возможностью проникнуть на местный рынок. Из-за того что на выбор банка сильное влияние оказывают корпоративные и личные связи, Япония традиционно имеет репутацию твердого орешка для иностранных финансовых институтов. Если японские банки отказывались выдавать кредиты, мы должны были бы увидеть значительное расширение кредитования японских корпораций со стороны иностранных банков, а также увеличение количества отделений иностранных банков в стране. Но этого не произошло.

До 1997 г. на открытие каждого нового отделения иностранные банки должны были получать разрешение Министерства финансов. Это требование было снято в рамках пакета финансовых реформ «Большой взрыв», проведенных в 1997 г., что в принципе позволяет теперь иностранным банкам открывать новые отделения в любой момент и в любом месте страны, где они считают нужным. Но это изменение не привело к взрывному росту числа отделений иностранных банков в Японии. Хотя некоторые иностранные кредитные организации увеличили свою долю на рынке потребительского кредитования, средний график на рис. 1.1 показывает, что сумма кредитов, выданных иностранными банками, за последние 20 лет выросла незначительно, а в некоторые периоды вообще резко уменьшалась. Отсюда следует, что неспособность попавших в трудное положение японских банков кредитовать бизнес не была узким местом экономики Японии, поскольку иностранные банки также не активизировали кредитную деятельность.

* 7 января 1989 г., после смерти императора Сёва, новым, 125-м, императором Японии стал 55-летний Акихито, и с этого момента, согласно традиционному японскому летосчислению, началась новая эра, получившая официальное название Хэйсэй («Установление мира»).



Рис. 1.1. Финансовые индикаторы противоречат гипотезе о кредитном сжатии.

Третьим возражением против аргумента, утверждающего, что причиной рецессии стали проблемы банковского сектора, могут служить процентные ставки, взимаемые банками. Многие малые и средние предприятия и другие непубличные компании, не имеющие доступа к рынку капитала, для удовлетворения своих потребностей в финансировании должны обращаться в банки. Если возможности банков по выдаче кредитов ограничены (опять-таки по причине недостаточности капитала или из-за бремени невозвратных кредитов), рыночные силы должны взвинтить процентные ставки. Если бы на рынке было мало кредиторов, но много заемщиков, последние должны были бы конкурировать за ограниченное предложение кредитов, предлагая заплатить более высокую ставку процента.

Но в Японии не происходило ничего даже отдаленно похожего на этот сценарий. Из нижнего графика на рис. 1.1 ясно видно, что на протяжении 15-летнего периода взимаемые банками процентные ставки устойчиво снижались и в конце концов оказались на небывало низком уровне за всю историю. В эти годы многие руководители компаний, включая малые и средние предприятия, зада-

вали мне вопрос о том, насколько вообще нормально занимать по столь низким ставкам. Они просто не могли поверить, что банкиры изъявляют желание кредитовать под столь низкие ставки процента и волновались, нет ли здесь какой-то скрытой ловушки. Если бы узким местом экономики были проблемы банковского сектора, то процентные ставки должны были вырасти, иностранные банки должны были увеличить свою долю на рынке кредитов, а жизнь на рынке корпоративных облигаций должна была бить ключом. Однако события развивались диаметрально противоположным образом.

*1.1.5. Опыт Японии был полной
противоположностью ситуации в США, сложившейся
в период кредитного сжатия начала 1990-х годов*

Эти три явления отмечены здесь потому, что все они наблюдались во время жестокого кредитного сжатия, случившегося в США в начале 1990-х годов. Оно было вызвано коррекцией на рынке выкупа контрольных пакетов акций за счет заемных средств (*leveraged buyout*) и на рынке коммерческой недвижимости, дополненной банкротством множества ссудосберегательных ассоциаций в 1989 г., для спасения которых потребовалось 160 млрд долл. налогоплательщиков. Коррекция на первых двух рынках сама по себе стала неприятным событием для рынков, но ситуацию усугубила неспособность регуляторов купировать крах ссудосберегательных ассоциаций. Реагируя на кризис, правительственные банковские инспекторы ринулись оценивать состояние коммерческих банков. На основе максимально строгой интерпретации нормативов регуляторы заявили, что многие банковские учреждения имеют недостаток капитала, тем самым значительно усилив кредитное сжатие, продолжавшееся с 1991 по 1993 г. в общенациональном масштабе.

Столкнувшись с меньшей доступностью кредита, публичные компании в США обратились к долговому рынку, спровоцировав бум выпусков корпоративных облигаций. В этот период также резко увеличилась доля иностран-

ных банков на рынках коммерческого и промышленного кредитования¹.

В числе банков, выигравших от этого цунами, естественно, оказались японские кредиторы. В то время я работал в Токио и мне часто звонили приезжавшие в командировки однокашники, работавшие в казначействах американских корпораций. Когда я спрашивал их, что они делают в Японии, они отвечали, что американские банки закрыли кредитные линии их фирмам и они приехали договариваться о получении кредитов с местными кредитными учреждениями.

Однако в течение последних 15 лет едва ли хоть один представитель японской компании отправился в Нью-Йорк, Гонконг или Тайпей в поисках банков, которые предоставили бы кредитную линию в иенах. Для руководителей японских компаний не составило бы труда, потратив три часа на перелет в Тайпей, договориться с тайваньским банком о кредите по тем же ставкам, какие они платят в Японии. Но почти никто этого не делал.

Если говорить о третьем явлении, о банковских процентных ставках, то в 1991 г. экономика США находилась в столь отчаянном положении, что председатель Федерального резерва Алан Гринспен понизил ставку по федеральным фондам до 3%. Но банки не имели возможности выдавать кредиты по причине нехватки капитала, а этот показатель не изменился от того, что центральный банк понизил краткосрочные процентные ставки. При наличии большого числа компаний, желающих получить кредит, конкуренция за ограниченные средства довела ставки по кредитам для первоклассных заемщиков до 6%. Это позволило банкам класть в карман 3–4% маржи сверх стоимости фондирования, которая, как мы говорили, составляла 3%. С благословения Гринспена эта «жирная маржа» просуществовала три года. За это время банки заработали прибыль, равную 10% их активов. А поскольку кредитные учреждения должны поддерживать капитал на уровне 8% активов, эта неожиданная прибыль полностью устранила первоначальный дефицит капитала,

¹ McCauley and Seth (1992).

и кредитное сжатие закончилось. После того как проблемы банков благополучно разрешились, в 1994 г. экономика США стала быстро восстанавливаться.

Между тем состояние экономики Японии перед началом восстановления в 2005 г. было диаметрально противоположным: банковские процентные ставки по кредитам устойчиво снижались, доля рынка, занимаемая иностранными банками, сокращалась, а стоимость обращающихся выпусков корпоративных облигаций уменьшилась. Если бы причиной национального экономического недомогания действительно было кредитное сжатие, картина должна была быть совершенно иной. Эти явления подтверждают, что проблемы, стоявшие перед экономикой Японии, не были структурными по своей природе и не концентрировались в банковском секторе.

Отсюда вовсе не следует, что у банковского сектора Японии не было никаких проблем. Хотя финансовые рейтинги японских банков от агентства Moody's несколько улучшились, даже тот факт, что ни один крупный банк до мая 2007 г.¹ не имел рейтинга выше D, при том что минимально приемлемым рейтингом для банка обычно считается B-, не в полной мере отражает всю глубину проблем в этом секторе, сохранявшихся даже после разрешения кризиса безвозвратных долгов. Но повторяю еще раз: более раннее урегулирование этих проблем не привело бы к быстрому улучшению общей экономической ситуации.

1.2. Схлопывание пузыря запустило рецессию балансов

1.2.1. В 1990-е годы Япония переживала рецессию балансов

Если фундаментальная проблема Японии не была структурной и не связана с банковской системой, то, может, виноваты ошибки денежно-кредитной политики, как утверждают многие ученые-экономисты? Чтобы ответить на этот вопрос, нужно присмотреться к одному странному явлению, которое

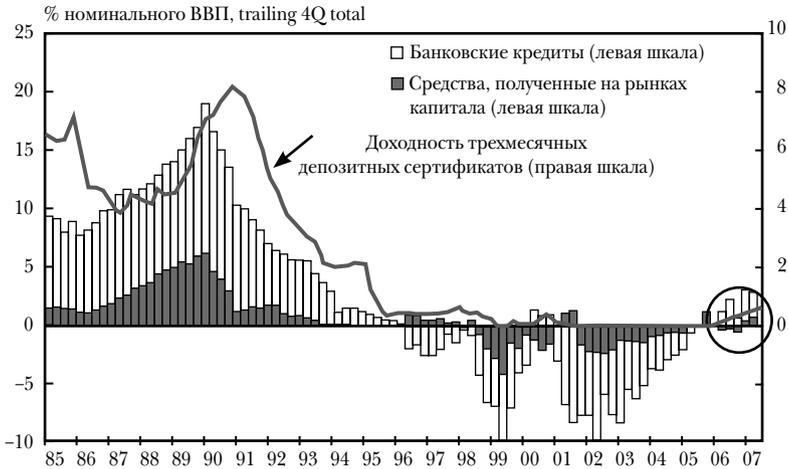
¹ Подробнее см. на сайте Moody's: www.moody.com.

не обсуждается ни в учебниках экономики, ни в деловой литературе. Некоторые читатели могут подумать, что следующее утверждение звучит слишком сильно, но, несмотря на нулевые процентные ставки, прошедшие 12–15 лет японские фирмы потратили на выплату долгов. Можно прошерстить экономические факультеты университетов и бизнес-школы всего мира и не найти ни одного преподавателя, который учил бы, что компании должны выплачивать долги, когда деньги фактически бесплатны.

Причина, по которой этому не учат, очень проста. Согласно общепринятым взглядам, компания, которая выплачивает долг в период нулевых процентных ставок, просто не может найти хорошего применения деньгам, даже когда стоимость капитала равна нулю. Такая фирма, не имея причин оставаться на рынке, должна закрыть заводы и вернуть деньги акционерам, которые смогут найти им лучшее применение. В конце концов, компании существуют потому, что лучше зарабатывают деньги по сравнению с конкурентами в своей отрасли и в других отраслях. В этой концептуальной схеме нет места предприятию, которое отказывается кредитоваться, а тем более стремится погашать долги, когда и процентные ставки, и инфляция находятся на нулевой отметке. Вот почему в учебниках для бизнес-школ такой случай не анализируется.

Но примерно с 1995 г. японские компании не только прекратили брать новые кредиты, но и стали погашать имеющиеся, несмотря на то что краткосрочные процентные ставки были близки к нулю. На рис. 1.2 показаны краткосрочные процентные ставки и капитал, полученный японскими фирмами в банках и на рынках капитала. Процентные ставки приближались к нулю уже в 1995 г., однако вместо увеличения заимствований фирмы активизировали выплату долгов. Более того, тенденция к сокращению привлечения средств началась сразу после схлопывания пузыря в 1990 г., когда в Японии еще сохранялась инфляция. К 2002–2003 гг. чистая выплата долгов выросла до беспрецедентного уровня более 30 трлн иен.

Средства, полученные нефинансовым корпоративным сектором



Источник: NRI, from Bank of Japan, *Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments*; *Flow of Funds Accounts*; Government of Japan, Cabinet Office, *Report on National Accounts*.

Рис. 1.2. Японские компании предпочитали погашать долги, несмотря на нулевые процентные ставки.

Когда компании, которые, по идее, должны привлекать средства для расширения своих операций, в массовом порядке прекращают это делать, экономика теряет спрос двояким образом: с одной стороны, предприятия не реинвестируют выручку, а, с другой стороны, корпоративный сектор более не заимствует и не расходует сбережения, генерируемые домохозяйствами. Такое сжатие совокупного спроса ввергает экономику в рецессию.

1.2.2. Проблемы с балансами в корпоративном секторе вызваны падением цен на активы

Почему же предприятия, которые в нормальных обстоятельствах в случае падения процентных ставок стремятся получать кредиты, принимают решение выплачивать долги, невзирая на то что процентные ставки либо приближаются к нулю, либо находятся на этой отметке? Ответ заключает-



Источник: Tokyo Stock Exchange, Japan Real Estate Institute, *Nikkei Sangyo Shinbun*. As 01 Feb. 22, 2008.

Рис. 1.3. Коллапс цен на активы запустил рецессию балансов.

ся в том, что на протяжении десятилетия цены на активы в Японии катастрофически падали, разрушая по ходу дела бухгалтерские балансы миллионов предприятий. На рис. 1.3 изображены три графика: цены на коммерческую недвижимость в шести крупнейших городах Японии, фондовый индекс ТОPIX и стоимость членства в гольф-клубе. Мы видим, что относительно пиковых значений фондовый рынок, подпираемый иностранными инвесторами, упал «всего» на 54% (данные на 22 февраля 2008 г.). Два других вида активов, не сумевших привлечь внимание иностранцев (по крайней мере до недавнего времени), продемонстрировали более крутое пике.

В то время как многие иностранные СМИ пользуются любым удобным случаем, чтобы обвинить в экономических неурядицах Японии «японский менеджмент», за последние 15 лет половина чистых покупок акций японских компаний пришлась на иностранных инвесторов. В последние пять лет благодаря распространению интернет-торговли ценными бумагами резко расширились ряды индивидуальных инвесторов даже в Японии, но большинство отечественных инвесторов были финансово уничтожены во время схлопывания пузыря в 1990 г. и больше не интересуются акциями. В отличие от этого иностранные инвесторы все еще высокого мнеч-

ния о продукции японских компаний и их благоприятных глобальных перспективах, и спрос с их стороны удерживает японские акции от более глубокого падения.

На тех рынках, куда иностранные инвесторы не пришли или пришли лишь недавно, ситуация иная. К моменту достижения дна в 2003 и 2004 г. стоимость членства в гольф-клубе и цены на коммерческую недвижимость рухнули соответственно на 95 и 87% по сравнению с достигнутыми ранее пиковыми значениями.

Когда стоимость недвижимого имущества рухнула, а кредиты, на которые оно было куплено (или кредиты, где эта недвижимость служила залогом) никуда не делись, компании по всей Японии вдруг обнаружили, что они не только лишились немалого богатства, но и что их балансы ушли глубоко в минус. Например, предприятие, купившее земельный участок за 10 млрд иен, оставалось с участком стоимостью 1 млрд иен и непогашенным остатком кредита в размере 7 млрд иен. То есть соотношение активов и пассивов вдруг становилось отрицательным, показывая в балансе фирмы огромную дыру в размере 7 млрд иен.

1.2.3. Японские компании одновременно начали оздоравливать свои балансы, погашая долги

Когда обязательства (пассивы) компании превышают активы, формально она становится банкротом. Но то, что случилось в Японии, не было обычным банкротством. Как правило, разорение компании происходит по другому сценарию: предприятие, скажем производитель автомобилей или фотоаппаратов, замечает, что его продукция не продается так же хорошо, как раньше. Оно увеличивает расходы на маркетинг, но безрезультатно. Тем временем банковские счета компании постепенно опустошаются, и в конце концов собственный капитал становится отрицательным. Крах такой компании предотвратить невозможно, потому что товары, для производства которых она была создана, больше не находят спроса на рынке.

Но в Японии после 1990 г. события развивались по другой схеме. На протяжении большей части этого периода

страна могла похвастать самым большим торговым профицитом в мире, а это значит, что потребители во всем мире все еще хотели покупать японские товары, а компании все еще имели передовые технологии и не разучились разрабатывать привлекательную продукцию. Частые торговые трения между Японией и США в 1990-е годы свидетельствуют о качестве японских товаров и высоком спросе на них.

Иными словами, основные операции — разработка и маркетинг продукции, технологии — остались здоровыми. Денежный поток был устойчивым, по итогам года компании получали прибыль. И все равно чистая стоимость активов оказывалась отрицательной из-за огромных дыр в балансах, вызванных падением внутренних цен на активы. Таких фирм были тысячи, а возможно, даже десятки тысяч.

Любой руководитель, неважно, японец он или американец, немец, таец, фирмы со здоровым бизнесом и положительным денежным потоком, но неблагоприятным балансом будет реагировать одинаково: он будет использовать денежный поток, чтобы как можно быстрее погасить долг. То есть высшим приоритетом теперь будет не максимизация прибыли, а минимизация долга. Предприятие способно выплачивать долги, пока оно генерирует денежный поток, выручку. Поскольку активы не могут иметь отрицательную стоимость, по мере уменьшения обязательств долговой навес постепенно исчезнет. В этот момент предприятие вернется в режим максимизации прибыли, рассматриваемый учебниками по экономической теории.

При этом представители фирмы светятся счастьем, обсуждая с журналистами и аналитиками радужные перспективы по выручке, чтобы отвлечь их внимание от балансовых отчетов. А сами втихомолку бешеными темпами погашают долги. Они вынуждены делать это, потому что если проблемы с балансом обнаружат внешние наблюдатели, это может серьезно сказаться на кредитном рейтинге. Если СМИ растрезвонят, что компания технически неплатежеспособна, у нее на следующий же день возникнут проблемы. Банки могут перекрыть кредитный кран, поставщики откажутся поставлять комплектующие с отсрочкой платежа и начнут требовать предоплату — все это быстро поставит

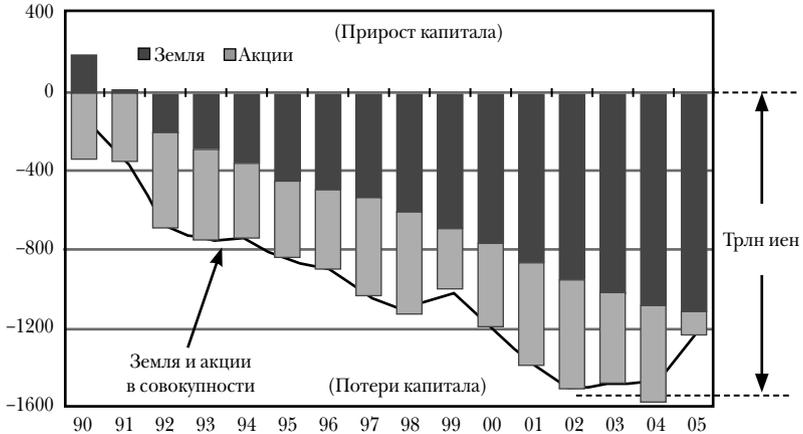
выживание фирмы под вопрос. Вот почему очень важно погашать долги в тишине.

Настоятельность выплаты долгов усиливалась тем, что в конце 1980-х годов японские фирмы были закредитованы гораздо сильнее своих американских и европейских коллег. Кредитное плечо у них было гораздо больше из-за того, что до схлопывания пузыря они демонстрировали более высокие темпы роста, а стоимость приобретаемых ими активов продолжала расти. Однако при возникновении на горизонте первых признаков приближения экономических проблем или краха цен на активы любой руководитель сильно закредитованной компании поспешит погасить долги. Это всё, что он может сделать.

Такое поведение не только правильное, но и ответственное (если оставить за скобками утаивание финансовых проблем компании от контрагентов). Поскольку основной бизнес этих фирм в порядке, то, если им дать достаточно времени, они, имея стабильный денежный поток, способны устранить долговой навес. Другие стороны, заинтересованные в продолжении работы фирмы, включая кредиторов и акционеров, будут требовать от руководства фирмы того же самого, поскольку это проблема, которая лечится «временем», а альтернативный вариант — объявление компании несостоятельной — будет означать огромные убытки для всех. Например, акционеры не захотят услышать, что их акции теперь ничего не стоят, кредиторы не захотят узнать, что их активы превратились в необслуживаемые долги. До тех пор пока денежный поток остается положительным, проблема — не являющаяся структурной проблемой устаревшей технологии или плохого управления — со временем будет решена. Вот вкратце почему, в результате каких процессов так много японских компаний начали выплачивать долги в 1990-е годы.

1.2.4. Во время схлопывания пузыря испарилось богатство на сумму 1500 трлн иен

Большое число фирм, одновременно начавших выплачивать долги, только подчеркивает величину ущерба балансам в результате схлопывания пузыря. Рис. 1.4 иллюстрирует потерю национального богатства, вызванного падением цен



Источник: NRI, from Government of Japan, Cabinet Office, *Annual Report on National Accounts*.

Рис. 1.4. Падение цен на активы уничтожило богатство на 1500 трлн иен.

на землю и акции с 1990 г. На эти два вида активов приходятся беспрецедентные 1500 трлн иен испарившегося богатства, что равно сумме личных финансовых активов всех граждан страны.

Эта цифра также эквивалентна трехлетнему ВВП Японии, т.е. падение цен на активы уничтожило трехлетний выпуск японской экономики. Насколько я знаю, это крупнейшие экономические потери, понесенные какой-либо страной в мирное время. Япония была не первой страной, лишившейся огромного богатства в мирное время. В период Великой депрессии в Америке, начавшейся в 1929 г., резкое падение цен на акции и другие активы заставило частный сектор в массовом порядке приступить к погашению долгов. Это имело ужасные последствия для экономики. События того времени очень сильно напоминают то, что случилось в Японии много лет спустя (этот сюжет будет рассмотрен подробнее в главе 3). Перед тем как курсы акций достигли пиковых значений, американцы тоже активно кредитовались для покупки всего подряд, от акций до потребительских товаров длительного пользования. Но когда с октября 1929 г. стоимость акций и других активов начала резко падать, оста-

лись одни кредиты. Все бросились сокращать висевшие на них долги, что привело к обрушению совокупного спроса. Всего за четыре года ВВП упал почти наполовину относительно максимума, достигнутого в 1929 г. Уровень безработицы превысил 50% в крупных городах и 25% в среднем по стране. Курсы акций болтались на уровне 12% от пиков 1929 г. Но даже в условиях этой экономической трагедии потеря богатства, по имеющимся оценкам, равнялась стоимости всего одного годового ВВП 1929 г.¹, что, в очередной раз, оттеняет масштаб ущерба, причиненного Японии схлопыванием пузыря Хэйсэй.

1.2.5. Отсутствие заемщиков приводит экономику к равновесию при сократившихся расходах

Когда падение цен на активы по всей стране уничтожает ценность активов, оставляя только связанные с ними долги, частный сектор в массовом порядке начинает выплачивать задолженность. В экономике в целом это приводит к эффекту «ошибки суммирования», как называют его экономисты, который возникает, когда поведение, правильное для одного человека (или компании), ведет к нежелательным результатам, если так начинают вести себя все люди (или компании). На протяжении 15 лет Япония страдала от последствий этого эффекта.

В экономике банки и инвестиционные компании служат посредниками в деле направления сбережений домохозяйств корпоративным заемщикам. Возьмем, например, семью с доходом 100 иен, которая тратит 900 иен на потребление, а оставшиеся 100 иен сберегает. Потраченные 900 иен становятся доходом других экономических агентов и продолжают циркулировать в экономике. 100 иен вносятся на депозит в банк или другой финансовый институт и в конечном итоге ссужаются какому-то предприятию, которое их расходует (инвестирует). Таким образом, 1000 иен переходят в руки других людей. Шестеренки экономики продолжают крутиться, потому что каждые 1000 иен дохода генерируют 1000 (900 + 100) иен расходов.

¹ Goldsmith (1962), p. 112.

Предположим, что отсутствуют предприятия, желающие занять 100 иен сбережений, или они заимствуют только 80 иен. Пытаясь привлечь больше заемщиков, банк понижает ставку процента по кредитам. Более низкая ставка процента побуждает некоторые предприятия, не решавшиеся брать ссуду по более высокой ставке процента, все-таки взять в кредит оставшиеся 20 иен, так что вся 1000 (900 + 100) иен перейдет в руки других людей, и экономика будет работать на полных парах. Соответственно, если бы наблюдался избыток потенциальных заемщиков, конкуренция за кредиты побудила бы банк повысить ставку процента, что заставило бы часть потенциальных заемщиков пересмотреть решение о получении займа, и в конце концов общая сумма выданных кредитов составила бы 100 иен. Так работает нормально функционирующая экономика.

Но в Японии потенциальные заемщики отсутствовали даже при нулевой ставке процента. Это не удивительно, поскольку компании, придавленные долговым бременем, не станут увеличивать заимствования просто потому, что кредиты стали дешевле. Вместо этого, невзирая на то что процентные ставки близки к нулю, компании погашали долги со скоростью несколько десятков триллионов иен в год. В этих условиях 100 иен сбережений, помещенных нашим гипотетическим домохозяйством на банковский депозит, не будут ни выданы в кредит, ни потрачены. Они будут накапливаться в виде банковских депозитов, на которые — несмотря на все усилия банков — не будет заемщиков. В итоге будут потрачены и станут доходом других людей только 900 иен из первоначальной 1000 иен.

Теперь предположим, что следующее домохозяйство также расходует 90% своего дохода, что составляет 810 иен, и сберегает 10%, или 90 иен. По мере повторения этого процесса первоначальная 1000 иен дохода сокращается до 900, 810, 729 и т.д. иен, сталкивая экономику в дефляционный штопор. Спад деловой активности в экономике еще сильнее угнетает цены на активы, заставляя предприятия ускорять выплату долгов. Хотя для отдельной фирмы погашение задолженности является совершенно правильной (и ответственной) политикой, когда ее берут на вооружение все фирмы сразу, она ведет к катастрофической «ошибке суммирова-

ния». Это самый страшный аспект явления, которое можно назвать рецессией балансов, в ходе которой фирмы больше не максимизируют прибыль, а минимизируют убытки.

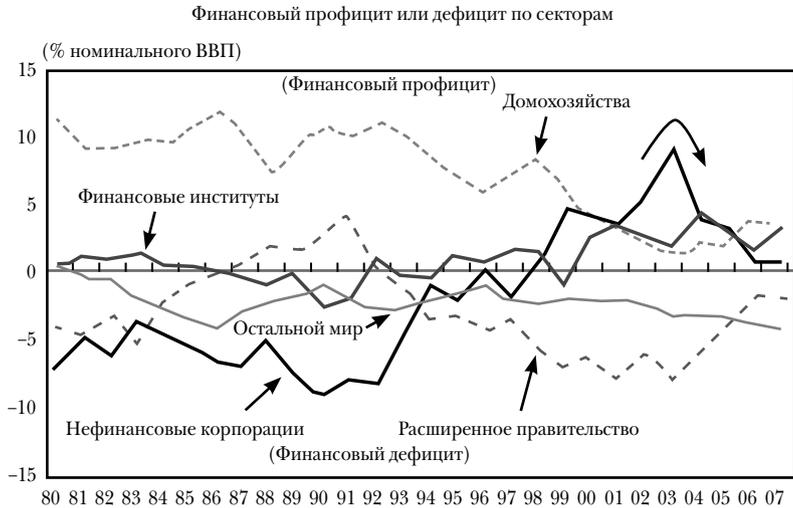
Когда никто не занимает деньги, а все фирмы стремятся уменьшить долги, несмотря на нулевые процентные ставки, перестает работать фундаментальный экономический механизм, превращающий сбережения домохозяйств в инвестиции корпораций. Именно это произошло 70 лет назад в США во время Великой депрессии, когда всего за четыре года ВВП рухнул на 46%.

Наш пример касался лишь сбережений домохозяйств. В реальной жизни совокупный спрос сократится на величину, равную сумме чистых сбережений домохозяйств и чистой выплаты долгов фирмами. До тех пор пока будет сохраняться дефицит заемщиков, эти средства будут складироваться в банковской системе, иссушая поток доходов.

1.2.6. Спрос со стороны японских корпораций упал более чем на 20%

Кто же сберегал и кто заимствовал деньги в Японии в течение последних пятнадцати лет? График на рис. 1.5а, построенный на основе данных о финансовых потоках, показывает, какие сектора экономики осуществляли сбережения, а какие их заимствовали. Точки над горизонтальной линией на уровне нуля отражают чистые сбережения. Точки ниже этой линии отражают чистые инвестиции. На графике пять рядов данных (для домохозяйств, нефинансовых корпораций, правительства, финансовых институтов и остального мира) изображены таким образом, чтобы в каждый момент времени сумма значений для всех пяти рядов была равна нулю. Чтобы исключить возможную путаницу от хаотического пересечения множества кривых на рис. 1.5а, на рис. 1.5б количество рядов уменьшено до четырех путем объединения нефинансовых корпораций и финансовых институтов, поскольку и те и другие испытывали похожие проблемы с балансами.

Чтобы лучше понять, о чем говорит этот график, рассмотрим, как он должен выглядеть. В идеальной экономике сектор домохозяйств должен быть на самом вершине (чистый сберегатель), корпоративный сектор должен быть в самом



Примечание. Цифры скорректированы с учетом урегулирования задолженности Japan National Railways Settlement Corp. и особых счетов управления полей и лесов (1998 фин. год), а также с учетом влияния приватизации Japan Highway Public Corporation (2005 фин. год). Цифры для 2007 фин. года представляют собой сумму четырех кварталов с III кв. 2006 г. по II кв. 2007 г.

Источник: Bank of Japan, *Flow of Funds Accounts*; Government of Japan, Cabinet Office, *National Accounts*.

Рис. 1.5а. Изменение траектории экономики Японии после 1990 г. определялось внезапным изменением в поведении корпораций (1).

низу (чистый инвестор), а оставшиеся два сектора — расширенное правительство и остальной мир — будут в районе нуля. Положение кривой сектора домохозяйств в верхней части графика демонстрирует высокую норму сбережений домохозяйств. Положение кривой корпоративного сектора в нижней части графика означает, что предприятия активно заимствуют и инвестируют, обеспечивая высокую норму инвестиций. Наконец, из расположения оставшихся двух кривых — для расширенного правительства и остального мира — в районе нуля следует, что государственный бюджет и внешние счета страны сбалансированы. Это идеальное состояние дел.

Теперь зададимся вопросом: соответствовала ли когда-нибудь ситуация в Японии идеальному состоянию? Ответ — да, в 1990 г., на пике пузыря Хэйсэй. В тот момент сек-



Примечание. Цифры скорректированы с учетом урегулирования задолженности Japan National Railways Settlement Corp. и особых счетов управления полей и лесов (1998 фин. год) и с учетом влияния приватизации Japan Highway Public Corporation (2005 фин. год). Цифры для 2007 фин. года представляют собой сумму четырех кварталов с III кв. 2006 г. по II кв. 2007 г.

Источник: Bank of Japan, *Flow of Funds Accounts*; Government of Japan, Cabinet Office, *National Accounts*.

Рис. 1.56. Изменение траектории экономики Японии после 1990 г. определялось внезапным изменением в поведении корпораций (2).

тор домохозяйств находился в самом верху графика, корпоративный сектор — в самом низу, остальной мир был скромным чистым инвестором (ниже нуля), а государственный сектор был скромным чистым сберегателем (выше нуля).

Чистые инвестиции остального мира означали, что другие страны заимствовали деньги у Японии, т.е. последняя имела профицит текущего счета. Чистые сбережения правительства означали, что бюджет сводился с профицитом. Короче говоря, в 1990 г. японская экономика характеризовалась высокой нормой сбережений, высокой нормой инвестиций, профицитом по текущему счету платежного баланса и профицитом бюджета. Большого желать трудно. Немногом раньше, в 1979 г., гарвардский профессор Эзра Вогел написал бестселлер под названием «Япония — № 1: уроки для Америки» («Japan as Number One: Lessons for America»), и в каком-то смысле название книги вполне корректно. С точки зрения финансовых потоков в 1990 г. экономика не мог-

ла быть в лучшей форме, и не удивительно, что Япония не имела себе равных на мировой экономической арене.

К сожалению, инвестиции 1990 г. были пузырем, и, когда пузырь лопнул, все изменилось в мгновение ока. Во-первых, начавшийся в 1990 г. обвал цен на активы создал зияющую дыру в балансовых отчетах корпоративного сектора. В результате средства, аккумулированные предприятиями (изображенные жирной линией на рис. 1.5б), в 1990 г. начали устойчиво сокращаться, по мере того как пошатнувшиеся компании ускоренными темпами погашали долги.

Число компаний, выплачивающих долги, устойчиво росло, и к 1998 г. корпоративный сектор в целом стал чистым сберегателем, поднявшись над линией нуля на графике. Это означало, что фирмы не только перестали заимствовать средства у домохозяйств, но и начали использовать собственный денежный поток для выплаты долгов. С этого момента сектор компаний в целом стал погашать долги, что является опасным состоянием для любой экономики. К 2000 г. предприятия сберегали больше, чем домохозяйства. Предприятия, которые в нормальных обстоятельствах являются крупнейшими заемщиками в экономике, стали ее крупнейшими сберегателями, возвращая средства финансовым институтам, вместо того чтобы брать кредиты. В таком положении Япония находилась до самого недавнего времени.

Потеря корпоративного спроса в результате этого изменения поведения корпораций составила более 20% ВВП (рис. 1.5б). Такая потеря спроса ввергнет в рецессию любую экономику, и на этот раз все шло к новой Великой депрессии.

1.3. Экономику Японии поддержали бюджетные расходы

1.3.1. Почему после схлопывания пузыря не упал ВВП

Великая рецессия в Японии отличается от Великой депрессии в США тем, что ВВП Японии превышал пиковые значения времен пузыря как в номинальном, так и в реальном выражении, несмотря на исчезновение корпоративного спроса

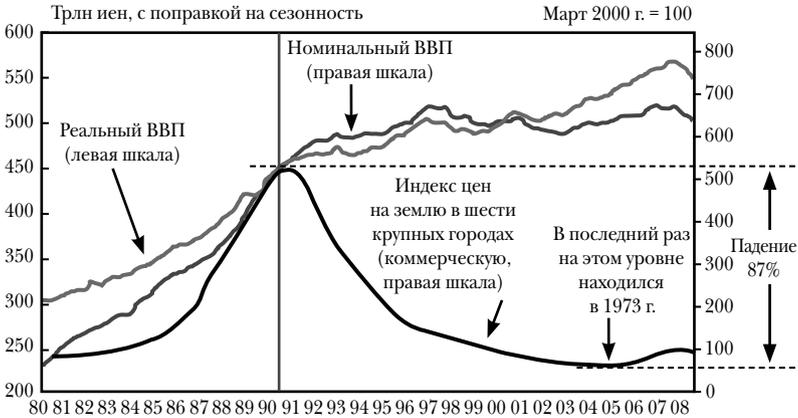


Рис. 1.6. ВВП Японии продолжал расти и после схлопывания пузыря.

в размере 20% ВВП и национального богатства на сумму 1500 трлн иен (рис. 1.6). Эти обстоятельства должны были столкнуть экономику в дефляционный штопор, как это случилось в США во время Великой депрессии, оставив от ВВП Японии жалкие крохи по сравнению с пиковыми значениями. Почему этого не произошло?

По двум причинам, прекрасно видимым на рис. 1.6. Во-первых, после схлопывания пузыря кривая сектора домохозяйств, чистого сберегателя, устойчиво снижалась. Другими словами, домохозяйства постоянно сокращали сбережения. Это происходило из-за сокращения рабочих мест, заработной платы и бонусов, что не позволяло домохозяйствам поддерживать желаемый уровень сбережений.

До 1990 г. японские потребители покупали дома и инвестировали в образование своих детей, исходя из предположения, что всегда будут иметь работу и их жалование будет непрерывно расти, как это происходило в предыдущие 45 лет. Однако в 1990-е годы от этого предположения пришлось отказаться, так как работники пали жертвами выплаты корпоративных долгов и реструктуризации компаний. Но половинные или вовсе не полученные бонусы не избавляли от необходимости погашать ипотеку или платить за обучение. В особо сложную ситуацию попали люди, лишив-

шиеся работы или вынужденные согласиться на значительное сокращение заработной платы в ходе реструктуризации компаний.

Не так давно японские домохозяйства славились высоким уровнем сбережений. Сегодня же 25% японских семей вообще не имеют сбережений¹. Те, кто сохранил хорошую работу и кто ожидал повышения жалованья, продолжали сберегать столько же, как и прежде, но тем, кто потерял работу, пришлось тратить сбережения. Поэтому в совокупности сбережения домохозяйств сократились.

В терминах примера из предыдущего параграфа домохозяйства хотят сберечь 100 иен, но способны только на 50 иен, поскольку их доходы резко упали. Сокращение сбережений едва ли может служить поводом для радости, а для пострадавших домохозяйств оно особенно болезненно. Однако с макроэкономической точки зрения оно помогает поддержать экономику, уменьшив количество средств, которые в противном случае были бы обездвижены в банковской системе.

1.3.2. Японскую экономику поддержал бюджетный стимул

Еще важнее была эволюция государственного сектора. В 1990–1991 гг. бюджет по-прежнему сводился с профицитом, поскольку сразу после начала сдувания пузыря налоговые поступления еще оставались высокими. Но где-то начиная с 1992 г. экономическая ситуация стала быстро ухудшаться. В то время экономические власти полагали, что это всего лишь очередной циклический кризис, который сойдет на нет за год-два дефицитного финансирования. Неудивительно, что это мнение активно культивировали распоряжающиеся «казенным пирогом» политики правящей Либерально-демократической партии (ЛДП), предлагавшие правительству стимулировать экономику путем строительства дорог и мостов.

Бюджетное (фискальное) стимулирование означает, что государство размещает на рынке облигации и расходует вы-

¹ Central Council for Financial Services Information (2006).

рученные средства. По сути, государство выходит на сцену, чтобы занять и израсходовать сбереженные сектором домохозяйств первоначальные 100 иен, которые в противном случае могли бы в банковской системе. Тем самым оно гарантирует, что на каждые 1000 иен дохода будет 1000 (900 + 100) иен расходов, и экономика стабилизируется, как только начинает действовать бюджетный стимул.

Вначале казалось, что дефицитное финансирование привело к успеху, поскольку, как и ожидалось, экономика стабилизировалась. Но когда в следующем году действие этих мер кончилось, экономический спад возобновился. Почему бюджетное стимулирование экономики принесло только временное облегчение? Учитывая падение цен на недвижимость на 87% и исчезновение национального богатства на сумму 1500 трлн иен, одного-двух лет недостаточно для того, чтобы компании привели свои балансы в порядок. Типичной компании для этого требуется пять лет. Компаниям, которые неудачно купили объекты недвижимости на пике бума, может потребоваться 20 лет. Они будут погашать долг, пока будут иметь положительный денежный поток. В этот период они не будут заимствовать сбережения домохозяйств, заставляя государство заполнять образующийся разрыв ежегодными раундами фискальных стимулов.

На рис. 1.5б виден результат: резкий рост финансового дефицита государственного сектора, сопровождавшийся накоплением государственного долга. Но именно благодаря этим государственным расходам Японии удалось поддерживать ВВП на уровнях, превышавших уровни, достигнутые в апогее бума, несмотря на резкие перемены в поведении корпораций и испарение национального богатства, эквивалентного трехлетнему ВВП. Государственные расходы сыграли решающую роль в поддержании экономики на плаву, и лишь благодаря ежегодным программам стимулирования государству удалось предотвратить возникновение дефляционного разрыва. (В экономической теории дефляционный разрыв определяется как разница между потенциальным и фактическим ВВП. В настоящей книге мы используем термин «дефляционный разрыв» для обозначения объема сбережений домохозяйств и чистого погашения задолженно-

сти корпораций [перед банками], лежащего без движения в банковской системе вследствие отсутствия заемщиков. Это определение эквивалентно утечке в потоке доходов, но выгодно отличается тем, что на него не влияют проблемы оценки, связанные с потенциальным ВВП.)

У Японии накопился большой государственный долг. Но если бы государство не ответило на финансовый кризис стимулированием экономики, ВВП упал бы до половины или трети уровня, достигнутого на пике пузыря, — и это еще оптимистический сценарий. После того как в период Великой депрессии падение цен на активы уничтожило богатство в размере ВВП, созданного в 1929 г., ВВП США упал на 46%, а в Японии ситуация вполне могла оказаться гораздо хуже. Этого удалось избежать только потому, что государство достаточно быстро решило прибегнуть к бюджетному стимулированию экономики и осуществляло его в течение многих лет. В конце концов, действия государства сделали невозможной реализацию катастрофического сценария.

Итак, частный сектор чувствовал себя обязанным «поступить правильно» — погашать долги, что привело к «ошибке суммирования». Гибельных последствий удалось избежать только потому, что государство выбрало противоположный курс действий. Предоставив экономике бюджетное стимулирование, что тоже было правильным, государству, несмотря на экономический кризис, удалось предотвратить катастрофическое падение уровня жизни в стране. В этом смысле реализованные в Японии программы бюджетного стимулирования можно считать самыми успешными мерами экономической политики в истории человечества.

К сожалению, экономические власти Японии начали рассматривать проблему в этом свете только совсем недавно. Так много времени потребовалось потому, что никто не рассказывал им о том, что когда фирмы сталкиваются с наводящими ужас проблемами балансов, они могут начать минимизировать долги, вместо того чтобы максимизировать прибыль. Даже сегодня лишь в немногих университетах студентов учат тому, что иногда фирмы выплачивают долг, несмотря на нулевые процентные ставки. Поэтому правительству до сих пор приходится объяснять публике, что бюджет-

ное стимулирование было необходимо, поскольку частный сектор занимался погашением долгов, и высокий уровень жизни в стране удалось сохранить только благодаря этим бюджетным мерам.

Более того, сами успехи, достигнутые правительством в деле предотвращения кризиса, вызывали совершенно необоснованную критику экономической политики Японии. В частности, многие внешние наблюдатели, включая миссии МВФ до 1997 г., считали, что правительство тратит деньги ненадлежащим образом, — в конце концов ВВП замер на уровне 500 трлн иен, а массированное стимулирование в виде общественных работ не смогло запустить здоровый восстановительный рост в экономике.

В действительности же только благодаря тому, что государство резко увеличило бюджетные расходы, уровень жизни в стране не обрушился. Это поистине чудо, что, несмотря на потерю 1500 трлн иен национального богатства и корпоративного спроса, равного 20% ВВП, ВВП Японии остался на уровнях, превышающих пиковые значения эпохи пузыря, и это чудо свершилось только благодаря государственным расходам. Но средства массовой информации и традиционно мыслящие экономисты в МВФ и университетах не понимали этого и постоянно критиковали инвестиции в общественные работы, исходя из ошибочного предположения, что ВВП оставался бы на отметке 500 трлн иен и без бюджетного стимула.

1.3.3. Люди, предотвратившие кризис, не стали героями

К еще большему сожалению, как кто-то однажды сказал, еще никто не стал героем, предотвратив кризис. В киношном мире Голливуда героем является тот, кто спасает сотни жизней и расправляется со злодеем *после* того, как кризис уже случился и счет погибшим идет на тысячи. Но если человек, умудренный опытом, распознаёт опасность заранее и его успешные действия предотвращают кризис, то не появляется ни истории, ни героя, ни фильма. Герою требуется разрушительный кризис.

На протяжении 15 лет Япония успешно избегала экономического апокалипсиса. Но с точки зрения средств массовой информации, не имевших ни малейшего представления о сути проблемы, государство потратило 140 трлн иен, и ничего не произошло. Соответственно, они преподносили историю в искаженном виде, подразумевая, что правительство пустило деньги на ветер, чем вызвали недовольство широких слоев населения проектами общественных работ. Хотя ненужные дороги не следовало строить, если бы существовали более социально полезные проекты, важно то, что деньги, потраченные в течение этих 15 лет, включая затраты на дороги и другие общественные работы, предотвратили потенциально катастрофическую дефляционную спираль с непрерывно усыхающим ВВП.

Герберт Гувер, президент США времен Великой депрессии, был сторонником того, что сегодня называется структурными реформами. Он говорил, что пикирующий фондовый рынок и убытки биржевых спекулянтов не являются достаточной причиной для увеличения государственных расходов. В результате этого бездействия США свалились в описанный выше дефляционный штопор. Всего за четыре года ВВП рухнул на 46%, безработица в стране выросла до 25%, а простые люди, оказавшись на улице, боролись за выживание. Их численность превышала количество биржевых спекулянтов на много порядков. В отличие от этого в Японии наживающиеся на дележке «казенного пирога» политики Либерально-демократической партии заполнили дефляционный разрыв, созданный стремлением частного сектора как можно быстрее погасить долги (что создало избыточные сбережения). Благодаря этому японская рецессия не превратилась в Великую депрессию.

1.3.4. Снятие ограничений на государственное страхование депозитов также помогло предотвратить кризис

Не допустить кризиса помогло также принятое правительством в 1997 г. решение о снятии ограничений на размер депозитов, подпадающих под государственные гарантии. В начале 1930-х годов в США не существовало ни Федеральной

корпорации по страхованию депозитов, ни даже самого понятия страхования депозитов. Без страховочной сетки возникновение проблем у одного банка могло спровоцировать обеспокоенность по поводу всех финансовых учреждений и в конце концов вызвать массовое снятие депозитов. Между 1929 и 1933 г. разорились около 10 000 банков – более трети существовавших в то время кредитных учреждений. Это невыносимая ситуация для любого человека, хранящего деньги в банке.

В Японии до 1997 г. проблемы банковского сектора носили локальный характер. Как только они достигли общенационального масштаба, правительство немедленно объявило, что распространяет страхование на все депозиты без исключения. В Японии испарились активы, эквивалентные трехлетнему ВВП, и в значительной мере эти активы были сконцентрированы в банковском секторе. Соответственно, японские банки понесли более серьезный ущерб по сравнению с американскими кредитными учреждениями 70 лет назад (отсюда и их хронически низкие кредитные рейтинги). Но правительство успешно купировало проблему, объявив сразу после начала кризиса о том, что депозиты будут защищены. Это простое объявление предотвратило гораздо более масштабный кризис, который мог стоить стране сотни триллионов иен – вероятные потери в случае разорения трети банков Японии. Люди, отвечавшие за управление бюджетным стимулированием и провозгласившие неограниченные государственные гарантии по банковским депозитам, – настоящие герои Великой японской рецессии.

1.4. Минимизация долга и денежно-кредитная политика

1.4.1. Во время рецессии балансов денежно-кредитная политика бессильна

До сих пор мы обсуждали налогово-бюджетную (фискальную) политику, но в распоряжении экономических властей имеется еще один инструмент – денежно-кредитная политика. В учебниках по экономической теории говорится, что правительства управляют экономикой своих стран, комби-

нируя меры денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. В самом начале этой книги отмечалось, что многие ученые-экономисты возлагали вину за рецессию в Японии на центральный банк, который, по их мнению, проводил денежно-кредитную политику, неадекватную ситуации. Это во многом объясняется тем, что экономисты вообще более благосклонно относятся к мерам денежно-кредитной политики по сравнению с налогово-бюджетной и с 1970-х годов практически во всех развитых странах на экономические колебания правительства реагировали преимущественно мерами денежно-кредитной политики. Поэтому многие считают, что Банк Японии как орган, отвечающий за денежно-кредитную политику, должен играть более заметную роль.

Когда премьер-министром был Коидзуми, правительство в лице Хейдзо Такенаки часто требовало от центрального банка увеличить денежное предложение, нередко угрожая, что в противном случае Банк Японии может лишиться независимости. Университетские экономисты, как японские, так и иностранные, без устали твердили, что рецессии можно было избежать, если бы Банк Японии проводил более адекватную денежно-кредитную политику. Эти взгляды также можно было услышать от представителей таких международных организаций, как МВФ и ОЭСР.

Почему так много университетских экономистов придерживаются этой точки зрения, объясняется в главе 3. А пока читателю достаточно знать, что одна из главных характеристик рецессии балансов, достаточно редкого явления, случающегося раз в несколько десятилетий, состоит в том, что денежно-кредитная политика становится бесполезной. Японцы уже узнали об этом на собственном опыте: денежно-кредитная политика оказалась неэффективной, хотя с 1995 по 2005 г. процентные ставки колебались около нуля. Фондовый рынок не вырос, и экономика не восстановилась. Для сравнения, пузырь на рынке активов в конце 1980-х годов надулся в то время, когда официальная учетная ставка равнялась 2,5%. А всего несколько лет спустя, в феврале 1993 г., та же самая ставка не оказывала никакого стимулирующего эффекта. Как и нулевая процентная ставка впоследствии.