

Казахстанский институт
стратегических исследований
при Президенте Республики Казахстан

Вячеслав Додонов

**ФИНАНСОВЫЕ ФАКТОРЫ
ТРАНСФОРМАЦИИ
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА
ЯПОНИИ**

Астана 2017

УДК 338 (100-87)

ББК 65.9 (Яп)

Д 60

*Рекомендовано к печати Ученым Советом
Казахстанского института стратегических исследований
при Президенте Республики Казахстан*

Автор: Вячеслав Додонов

Д 60 Додонов В.Ю. Финансовые факторы трансформации экономического роста Японии: Монография. – Астана: КИСИ при Президенте РК, 2017. – 208 с.

ISBN 978-9965-844-76-8

Книга посвящена исследованию роли финансовых факторов в становлении и трансформации экономической модели Японии – от периода быстрого роста и «японского экономического чуда» до финансового кризиса начала 90-х годов и последующей стагнации. В издании рассматривается новейшая экономическая история Японии, начиная с послевоенного периода 40-х годов XX века до настоящего времени, с попыткой ее периодизации в соответствии с особенностями экономического роста и ролью финансовых факторов. Особое внимание уделяется причинам изменения траектории развития экономики, произошедшего в 90-е годы, а также проблематике государственных финансов.

Книга рассчитана на ученых-экономистов, студентов, магистрантов, докторантов экономических специальностей, а также широкий круг читателей, интересующихся проблемами современной экономики.

УДК 338 (100-87)

ББК 65.9 (Яп)

ISBN 978-9965-844-76-8

© КИСИ при Президенте РК, 2017

© Додонов В.Ю., 2017

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
ГЛАВА 1. ИНТЕНСИВНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ: ПРЕДПОСЫЛКИ И ФАКТОРЫ	6
1.1. Экономика Японии в послевоенный период: особенности формирования основы для интенсивного роста.....	6
1.2. Период интенсивного развития: тенденции, факторы, изменения экономической структуры	31
ГЛАВА 2. ФИНАНСОВЫЕ ФАКТОРЫ ТРАНСФОРМАЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА В КОНЦЕ XX ВЕКА.....	59
2.1. Формирование пузырей на финансовых рынках и прекращение роста: причины и роль специфических факторов японской экономической модели.....	59
2.2. «Потерянные десятилетия» и утрата мирового лидерства в основных сферах экономики.....	93
ГЛАВА 3. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ КАК СИСТЕМНАЯ ПРОБЛЕМА ЯПОНСКОЙ ЭКОНОМИКИ В XXI ВЕКЕ.....	110
3.1. Деградация государственных финансов: ретроспективный анализ факторов и тенденций	110
3.2. Особенности японского государственного долга и их влияние на стабильность долговой проблемы	138
3.3. Абэномика и ее влияние на перспективы экономического развития Японии	157
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	181
ҚСЗИ туралы ақпарат	198
Информация о КИСИ.....	201
Information about the KazISS.....	204

ВВЕДЕНИЕ

Япония на протяжении длительного времени выступала в качестве примера реализации эффективной экономической политики, проявляющейся в лидерстве страны в целом ряде ключевых сфер – от опережающего технологического развития до комплексной и высокоразвитой системы социального обеспечения. В этом качестве Япония служила объектом для исследований и попыток использования ее опыта в разных странах, включая наиболее развитые государства мира. Однако в начале 1990-х годов в стране произошел крупномасштабный финансовый кризис, сопровождавшийся сильнейшим падением фондового рынка, рынка недвижимости, проблемами в банковской сфере и т.п. От этого кризиса японская экономика не смогла восстановиться до настоящего времени, переживая стагнацию, получившую название «потерянные десятилетия».

Как рост, так и падение японской экономики представляют значительный научный интерес, иллюстрируя, с одной стороны, возможности стремительного и высокоэффективного развития и, с другой стороны – очень быструю утрату этих достижений вследствие финансового кризиса. Трансформация роста Японии от стадии «экономического чуда» до затяжной стагнации, произошедшая во многом в связи с изменением характера финансовых факторов, заслуживает анализа, в том числе и в контексте выстраивания эффективной экономической модели в Казахстане. В связи с этим представляется целесообразным рассмотреть процессы развития и упадка японской экономики через призму влияния на эти процессы данных факторов, кото-

рые, по нашему мнению, до настоящего времени учитывались не в достаточно полной мере, несмотря на обилие литературы по различным аспектам японской экономической модели.

Автор предпринял попытку выделить роль государственных финансов как на этапе быстрого роста японской экономики, так и в процессе создания предпосылок кризиса в 1980-е годы и в последующей стагнации. Повышенное внимание в настоящей работе уделено вопросам роли государственного бюджета и государственных компаний в развитии японской экономики, а также влияния специфики экономических процессов на формирование и текущее состояние государственного долга, по размеру которого Япония не имеет аналогов среди развитых государств мира.

Данные аспекты рассматриваются в хронологической последовательности развития японской экономики, начиная с послевоенного периода и до текущего этапа реализации курса действующего премьер-министра страны, получившего название «абэномика».

ГЛАВА 1. ИНТЕНСИВНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ: ПРЕДПОСЫЛКИ И ФАКТОРЫ

1.1. Экономика Японии в послевоенный период: особенности формирования основы для интенсивного роста

История экономического развития Японии в период после Второй мировой войны широко освещена в многочисленных исследованиях и в литературе. Широкий спектр мнений авторов различных исследований содержит многообразные взгляды на природу бурного экономического роста (получившего название «японского экономического чуда» или «чудесного роста») и на факторы, ставшие главными движущими силами этого роста. Также многообразны и мнения о причинах «потерянных десятилетий» японской экономики после 1990 года. Не ставя задачей настоящего раздела исследования библиографии по японскому развитию в послевоенный период XX века, можно все же выделить несколько наиболее распространенных в экономической литературе точек зрения на основные факторы роста в послевоенный период.

Одной из наиболее распространенных версий японского экономического бума считается быстрый рост компонентов спроса и предложения, особенно популярна такая точка зрения у японских исследователей¹. Ш. Оцубо, на-

¹ M. Saito. The Japanese economy. World Scientific Publishing Co. Singapore, 2000.

пример, конкретизирует влияние спроса на японский рост в 1950–1970-х годах в следующей последовательности стадий: «рост спроса – расширение производства – увеличение доходов – расширение потребления – расширение будущих доходов – увеличение сбережений – рост инвестиций – расширение производственных мощностей»². Многие авторы видят в качестве основных факторов роста благоприятную внешнеэкономическую конъюнктуру и экспортную ориентацию экономики, ряд исследователей акцентируют внимание на специфической модели государственного регулирования с высокой ролью планирования и управления, другие эксперты отмечают технологический фактор как основное конкурентное преимущество.

Часть исследователей, преимущественно из США, называют одной из основных причин послевоенных успехов Японии поддержку США, вложения которых составили, по различным оценкам, около 2 млрд долл., что в тот период соответствовало примерно 4% ВВП страны³. Американский фактор как основа экономического роста в этих исследованиях не ограничивается только оказывавшейся помощью (которая заключалась преимущественно в поставках продовольствия, строительных материалов и транспортного оборудования⁴) – акцент делается также на перестройке политической системы, создании современных институтов, модернизации законодательства и т.д.

² Sh.T. Otsubo. Post-war Development of the Japanese Economy. Nagoya University, 2007. P. 13. URL: [http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy\(Otsubo_NagoyaU\).pdf](http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy(Otsubo_NagoyaU).pdf).

³ R.E. Dolan, R.L. Worden, editors. Japan: A Country Study. Washington: GPO for the Library of Congress, 1994.

⁴ Ibid.

США играли ключевую роль в японской экономике в период оккупации (1945–1952 гг.), причем на небольшой срок их фактического управления страной пришлось два противоположных курса в экономике.

На первом этапе действия оккупационной администрации не были направлены на восстановление экономической и, особенно, индустриальной мощи Японии, так как это могло способствовать возрождению ее военного потенциала. Напротив, некоторые законодательные и регулятивные меры демонтировали остатки довоенной экономической системы. В 1945 году были распущены крупные японские корпорации (дзайбацу) Мицуи, Мицубиси, Сумитомо, Ясуда – системообразующий элемент довоенной экономической системы. В 1947 году принято антимонопольное законодательство, также препятствовавшее экономической концентрации. В 1945–1950 годах была проведена земельная реформа, модернизировано трудовое законодательство, реформа системы образования. 3 мая 1947 года вступила в силу новая Конституция.

После реализации указанных мер, с 1949 года, американская оккупационная администрация начала проводить другую политику, получившую название «обратный курс» (reverse course), основной экономической составляющей которой стал «план Доджа» (*Dodge Line*), по имени автора этого курса Джозефа Доджа, прибывшего в Токио в конце 1948 года в качестве главного советника по экономическим и финансовым вопросам штаба оккупационных войск. Додж был известным финансистом, ранее возглавлявшим федеральный резервный банк Детройта, а также имел опыт послевоенного восстановления экономики, руководя

финансовым департаментом американской военной администрации в Германии с 1946-го по 1948 год.

Как правило, смену курса связывают с началом «холодной войны»⁵ и ставкой США на Японию как опорной базы американских войск и потенциального противника СССР и его союзников на Дальнем Востоке, что требовало как ускоренного экономического развития, так и соответствующего наращивания военного потенциала. Однако и с хозяйственной точки зрения существовала не менее насущная необходимость смены курса. Экономика послевоенной Японии была сильно разрушена: человеческие потери, по разным данным, составляли от 1,85 до 2,8 млн человек, была утрачена примерно четверть национального благосостояния, не считая военной составляющей, промышленное производство рухнуло до 1/10 довоенного уровня, ВВП – до 1/3⁶. Была полностью разбалансирована финансовая сфера – в 1945 году государственный долг достигал около 200% ВВП, из-за товарного дефицита государство контролировало цены. Сразу после окончания войны началась гиперинфляция, измерявшаяся трехзначными значениями, несмотря на продолжающиеся попытки контроля цен, в результате чего возник черный рынок, на котором в конце 1945 года цены превышали официальные в среднем примерно в 30 раз⁷.

⁵ См., например, Т. Накамура: «После 1946 года, по мере нарастания «холодной войны», политика США в отношении Японии начала меняться». – *The Economic History of Japan, 1600–1990. Volume 3: Economic History of Japan 1914–1955. A Dual Structure.* Edited by Takafusa Nakamura, Konosuke Odaka. Oxford University Press, 2003. P. 92.

⁶ Sh. T. Otsubo. *Post-war Development of the Japanese Economy.* Nagoya University, 2007. P. 4. URL: [http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy\(Otsubo_NagoyaU\).pdf](http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy(Otsubo_NagoyaU).pdf).

⁷ K. Hamada, M. Kasuya. *The Reconstruction and Stabilization of the Postwar Japanese*

В этих условиях первоочередной задачей стала стабилизация финансовой сферы, которая осуществлялась под руководством Дж. Доджа. 18 декабря 1948 года оккупационная администрация выпустила директиву, известную как «Программа экономической стабилизации из девяти пунктов» («*Nine-Point Economic Stabilization Program*»), которая начала реализовываться в 1949 финансовом году. Шесть пунктов из девяти были посвящены финансовым аспектам стабилизации экономики:

1. Балансирование государственного бюджета.
2. Ужесточение сбора налогов.
3. Ограничение кредита.
4. Стабилизация зарплат.
5. Усиление и расширение контроля цен.
6. Улучшение и оживление торговли и контроля валютного курса.

Кроме того, в 1949 году в рамках Бреттон-Вудской системы был установлен единый курс японской иены к доллару США на уровне 360 иен за доллар (до этого существовало несколько курсов иены, применявшихся в различных операциях), который должен был обеспечиваться Банком Японии в рамках борьбы с инфляцией⁸. Таким образом, инфляция в иенах стала «привязана» к долларовой инфляции, то есть фактически была остановлена. В 1950 году инфляция, которая была бичом японской послевоенной экономики (с 1945-го по 1948 г. средние темпы роста индекса потребительских цен были выше 100%), прекратилась и была

Economy: possible lessons for Eastern Europe? Yale University, 1992. P. 15.

⁸ J.M. Herbener. The Rise and Fall of the Japanese Miracle. Mises Daily Articles, 09/20/1999. Mises Institute website. URL: <https://mises.org/library/rise-and-fall-japanese-miracle> (дата обращения: 31.01.2017).

зафиксирована дефляция в размере 7,1%⁹. Другой заметной особенностью этого периода стала налоговая реформа, проведенная в соответствии с рекомендациями американского профессора Колумбийского университета Карла Шоупа. В результате этой реформы, сформировавшей основные черты налоговой модели Японии на последующие десятилетия, уровень налогообложения повысился, что способствовало балансировке государственного бюджета. Жесткая бюджетно-налоговая политика и финансовая стабилизация привели также к резкому сокращению относительного размера государственного долга: если в 1944 году он достиг 204% ВВП, то в 1950 году опустился до 14%¹⁰.

Итоги американских реформ японской экономики оцениваются неоднозначно, особенно японскими экономистами. Так, Ш. Оцубо отмечает, что «пакет жестких мер улучшил бизнес-среду, обеспечив базу для экономического развития, однако краткосрочным ее эффектом стало сползание японской экономики в сильную рецессию»¹¹. Тезис о рецессии в ее современном формальном понимании (отрицательный рост ВВП) не находит подтверждения в макроэкономической статистике тех лет, хотя рост ВВП очень сильно замедлился, снизившись в 1949 году до 2,1% с 12,7% в 1948 году. Также в тот период многие ключевые параметры японской экономики действительно были угнетены предельно жесткой налогово-бюджетной политикой.

⁹ K. Hamada, M. Kasuya. The Reconstruction and Stabilization of the Postwar Japanese Economy: possible lessons for Eastern Europe? Yale University, 1992. P. 45.

¹⁰ Ibid. Pp. 44–45.

¹¹ Sh. T. Otsubo. Post-war Development of the Japanese Economy. Nagoya University, 2007. P. 8. URL: [http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy\(Otsubo_NagoyaU\).pdf](http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy(Otsubo_NagoyaU).pdf).

Почти двукратно сжался уровень монетизации экономики (соотношение денежной массы и ВВП) – с 59% в 1946 году до 30,4% в 1948 году, уровень персональных сбережений на три года (1947–1949 гг.) ушел в отрицательную зону, снизив совокупный спрос, уровень валовых национальных сбережений в 1949–1950 годах находился на исторически минимальных значениях (24–25%), опускаясь даже ниже показателей военных лет¹². Многие исследователи также отмечают, что установленный курс иены (360 иен за один долл. США) был слишком высок, подрывая международную конкурентоспособность японских товаров.

С другой стороны, общепринятой точкой зрения на послевоенные реформы японской экономики является тезис о том, что «техническая и финансовая помощь США <...> помогла осуществлять решительную политику по рестарту экономики»¹³. Также многие исследования констатируют выход японской экономики в период американской оккупации на довоенный уровень по ряду показателей: «...за оккупационный период Японии американскими войсками в 1945–1951 годах, японская экономика не только успешно закончила восстановительную фазу, но и смогла создать стартовый фундамент для дальнейшего развития. В 1951 году в целом по всем отраслям был достигнут довоенный уровень промышленного производства»¹⁴. Резюмируя эти

¹² Данные из следующего источника: *K. Hamada, M. Kasuya. The Reconstruction and Stabilization of the Postwar Japanese Economy: possible lessons for Eastern Europe? Yale University, 1992. Pp. 46–49.*

¹³ *M.H. NDIATH. The Determinants of the Japanese Economic Growth (1960–1990) and the Causes of its Recession (1990–2009). Ritsumeikan Asia Pacific University, 2011. P. 139. URL: <http://r-cube.ritsumei.ac.jp/bitstream/10367/3665/1/51209659.pdf>.*

¹⁴ Экономическая история зарубежных стран. Курс лекций / *Н.И. Полетаева, В.И. Голубович, Л.Ф. Пашкевич* и др. Под общ. ред. В.И. Голубовича. Мн.: ИП «Экоперспектива», 1997. 432 с.

мнения, можно сделать вывод, что действия оккупационной администрации США в период с 1945-го по 1949 год стали фактором стабилизации и создания институциональных предпосылок для будущего развития Японии, хотя макроэкономическая динамика этого периода была неоднозначной.

Первым же реальным фактором экономического роста, придавшим сильный импульс японской экономике еще в период ее оккупации, стала война на Корейском полуострове, начавшаяся в июле 1950 года. Корейская война практически всеми специалистами по истории японской экономики признается мощным драйвером роста, так как Япония выполняла большой объем заказов: «...спрос от вооруженных сил США дал Японии экстраординарные долларовые доходы, обеспечивая до 25% экспорта в 1951 году и 35% в 1952 году»¹⁵. К. Хамада и Х. Косуйя отмечают, что, хотя пиковый спрос на поставки для военных нужд пришелся на 1951 год, «непрямой эффект поддерживал потребительский бум 1952 года и инвестиционный бум 1953 года»¹⁶. И.П. Примачук обобщает эффект от войны на Корейском полуострове следующим образом: «Поступления от американских военных заказов в 1950–1953 годах достигли 2,5 млрд долл. Они позволили Японии покрыть внешнеторговый дефицит и расширить импорт сырьевых ресурсов. Были сняты всеяческие ограничения в сфере промышленности и внешней торговли. В результате в 1949–1951 годах объем промышленного про-

¹⁵ Fiscal and Monetary Policies of Japan in Reconstruction and High-Growth – 1945 to 1971. Ministry of Finance Institute of Fiscal and Monetary Policy. April 2010. P. 54.

¹⁶ K. Hamada, M. Kasuya. The Reconstruction and Stabilization of the Postwar Japanese Economy: possible lessons for Eastern Europe? Yale University, 1992. P. 25.

изводства в Японии возрос более чем в 1,5 раза, превысив довоенный уровень»¹⁷. В эти же годы (1949–1951 гг.) объем экспорта увеличился почти в 3 раза – с 533 до 1354 млн долл.¹⁸

8 сентября 1951 года в Сан-Франциско был заключен мирный договор с Японией, после чего страна вновь получила независимость (в 1952 г.) и начала интеграцию в мировое сообщество. В 1953 году Япония вступила в Международный валютный фонд и Всемирный банк, в 1955 году присоединилась к Генеральному соглашению о тарифах и торговле (ГАТТ), в 1956 году вступила в ООН. Таким образом, к началу 1960-х годов Япония стала полноправным членом международного сообщества.

Что же касается факторов роста японской экономики в первые послевоенные годы – как в период оккупации, так и в первые годы после нее – то, по нашему мнению, оценка их влияния должна учитывать не только специфику Японии того периода, в том числе рассмотренную выше (реформы оккупационной администрации, «план Доджа», войну на Корейском полуострове), но и более общий контекст. Этот более общий контекст включает, во-первых, специфику послевоенного восстановления, проявляющуюся в очень низкой базе роста (от упомянутых выше параметров разрушенного хозяйственного комплекса), в условиях которой даже небольшие в абсолютном выражении

¹⁷ Экономическая история зарубежных стран. Курс лекций / Н.И. Полетаева, В.И. Голубович, Л.Ф. Пашкевич и др. Под общ. ред. В.И. Голубовича. Мн.: ИП Эксперспектива, 1997. 432 с. (С. 356).

¹⁸ Данные из следующего источника: *K. Hamada, M. Kasuya. The Reconstruction and Stabilization of the Postwar Japanese Economy: possible lessons for Eastern Europe?* Yale University, 1992. P. 51.

увеличения производства давали высокие относительные показатели. Во-вторых, бурный послевоенный рост не был уникальным японским явлением и наблюдался в большинстве стран – не только капиталистических, но и социалистических (где зачастую был выше) без особой зависимости от национальной экономической специфики.

Послевоенный рост мировой экономики был настолько впечатляющим, что получил название «Золотой век капитализма»¹⁹, так как страны ОЭСР в 1950–1960-е годы росли темпами, беспрецедентными для новой экономической истории: «...ни до, ни после этого мировое производство и международная торговля не росли так быстро и так долго без рецессий»²⁰. Более того, Япония периода американской оккупации, несмотря на впечатляющие темпы восстановления экономики, по многим позициям не только не была в числе лидеров, но и, напротив, существенно отставала от других стран, в том числе очень сильно разрушенных войной. Так, по данным А. Бергсона, который сравнивал величину послевоенного ВВП на душу населения в 1950 году относительно довоенных параметров у 25 стран (включая семь социалистических), у Японии этот показатель был на минимальном уровне среди всех этих стран, составив 72% относительно довоенного 1939 года. При этом у большинства европейских капиталистических государств он превышал 100%, за исключением ФРГ (94%) и

¹⁹ The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience. Ed. S.A. Marglin, J.B. Schor. Oxford University Press, New York, 1990.

²⁰ T. Vonyó. Socialist Industrialisation or Post-War Reconstruction? Understanding Hungarian Economic Growth, 1949–1967. London School of Economics and Political Science Working Papers. P. 253. URL: <http://www.lse.ac.uk/economicHistory/pdf/03-Vonio-253-300-jou-2.10.pdf>.

Греции (73%), а у также сильно разрушенных войной ГДР и СССР составлял, соответственно, 75 и 134%²¹.

Таким образом, рост и в первые послевоенные годы, прошедшие под управлением оккупационной администрации, и в 1950-е годы, в течение которых восстановление японского суверенитета сопровождалось очередной и достаточно резкой сменой экономической модели, не был уникальным японским явлением, а скорее типичной картиной для большинства стран мира, восстанавливающихся после войны. В связи с этим говорить о японском экономическом чуде правомерно для периода, начавшегося в 1960-е годы, когда турбулентность экономики и статистики, вызванная войной и послевоенными реформами, в основном ушла, а, с другой стороны, Япония стала действительно сильно выделяться на фоне других стран сохранением своих высоких темпов роста.

Рассматривая факторы экономического развития в этот период, нельзя обойти вниманием смену экономического курса и преобразования, проведенные японским правительством после ухода американской администрации, многие из которых были направлены против ее начинаний. Дж. Хербенер отмечает, что «к 1953 году реформы оккупационной администрации были свернуты – профсоюзы ослаблены, налоги снижены, картели реформированы, а государственное планирование усилено»²².

На наш взгляд, ключевыми из этих преобразований, отменявших действия оккупационных властей и заложивших

²¹ A. Bergson. Productivity and the Social System: The USSR and the West. Harvard University Press. London, England, 1978. P. 198.

²² J.M. Herbener. The Rise and Fall of the Japanese Miracle. Mises Daily Articles, 09/20/1999. Mises Institute website. URL: <https://mises.org/library/rise-and-fall-japanese-miracle> (дата обращения: 31.01.2017).

основы японской экономической модели и последующего бурного роста, стали два шага – восстановление крупных корпоративных конгломератов в лице кэйрецу (фактически возрождение в несколько видоизмененной форме распущенных американцами дзайбацу) и отказ от политики монетарных ограничений в пользу широкого стимулирования экономического роста из всех доступных источников. При этом восстановление крупных корпоративных структур не ограничилось фактической реставрацией дзайбацу в форме промышленно-финансовых холдингов кэйрецу, зачастую сохранивших даже довоенные названия, но пошло дальше. В целях внешнеэкономической экспансии были созданы относительно новые структуры – крупные торговые дома сого сёся, появившиеся, как и сам термин, по мнению Т. Танака, примерно в 1955 году²³. Эти компании успешно содействовали продвижению японской продукции на внешние рынки и повышению роли экспорта в качестве ключевого фактора роста японской экономики в 1960–1980-е годы.

Фактор экспорта и благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры называют в числе базовых предпосылок роста японской экономики практически все исследователи, однако эта предпосылка была у многих стран, но воспользовались ей далеко не все. Поэтому, по нашему мнению, японская специфика заключалась не в самой по себе экспортной ориентации экономики, а в том, какими методами была достигнута эта ориентация и каким обра-

²³ Т. Tanaka. Research on Sogo Shosha: Origins, Establishment and Development. A report of the JFYC Special Research Committee on Sogo Shosha Principles Report. Japan Foreign Trade Council. Inc, 2012. P. 2.

зом имеющийся у страны в послевоенный период скудный производственный потенциал был многократно увеличен и реализован таким образом, что получил название «экономическое чудо».

Помимо концентрации бизнеса и, как следствие, капитала, инвестиций, производственных мощностей, технологий, эффекта массового производства и индустриализации как таковой – одним из ключевых условий успеха японской экономики, заложенных в 1950-е годы, стала финансовая политика государства. Государственное регулирование японской экономики в тот период осуществлялось с позиций кейнсианской теории, с акцентом на высокую роль государства и активный дирижизм экономических процессов, практиковалось государственное планирование на пятилетние периоды и т.д. Финансовая политика в своих основных проявлениях (налоговое, бюджетное, денежно-кредитное направления) также была подчинена интересам генерального курса на ускоренную индустриализацию и внешнеэкономическую экспансию, то есть предполагала активное финансирование соответствующих расходов.

Бюджетная политика уже в 1953 году, первом после обретения независимости от оккупационных властей, отличилась «взрывом бюджетных запросов после мирного договора», которые составили 965 млрд иен и увеличились на 8,5% по сравнению с предыдущим годом²⁴. В дальнейшем бюджетные расходы также нарастали, а значительной их частью стали так называемые «общественные работы»

²⁴ Fiscal and Monetary Policies of Japan in Reconstruction and High-Growth – 1945 to 1971. Ministry of Finance Institute of Fiscal and Monetary Policy. April 2010. P. 95.

– выполнение государственных заказов по строительству производственной и иной инфраструктуры. В 1953 году произошла ревизия налоговой системы Шоупа, в рамках которой были приняты меры по стимулированию накопления капитала. В этом же году был впервые утвержден бюджет специальной государственной инвестиционной программы *Fiscal Investment and Loan Program (FILP)*, направленной преимущественно на финансирование индустриализации. Японский банк развития также в этот период имел четкие отраслевые приоритеты кредитования в лице электроэнергетики, кораблестроения, стальной, угольной и других базовых отраслей промышленности.

Финансовая система, сформировавшаяся к этому времени, также имела определенную специфику, обусловленную высокой ролью в ней государства – существовали три государственных финансовых института – Японский банк развития, Корпорация народного финансирования (*People's Finance Corporation*) и Корпорация жилищного кредитования (*Housing Loan Corporation*). Эти институты, созданные в 1951, 1949 и 1950 годах, соответственно, имели совокупный капитал более 300 млрд иен, а позднее к ним добавились еще восемь государственных финансовых структур, также финансировавших государственные проекты или отрасли и сферы, приоритетные для государства, крупнейшими из которых были Финансовая корпорация сельского, лесного хозяйства и рыболовства с капиталом в 109 млрд иен, созданная в 1953 году, Экспортно-импортный банк Японии с капиталом в 98,3 млрд иен (1951 г.) и Финансовая корпорация малого бизнеса с капиталом в 24 млрд

иен (1953 г.)²⁵. Таким образом, сформировалась система специализированных государственных институтов, охватывающая финансированием все ключевые сферы экономики и способная стимулировать развитие приоритетных, с точки зрения государства, отраслей.

Помимо этой системы и государственного финансирования, мощным инструментом реализации экономических инициатив государства стала денежно-кредитная политика Банка Японии (центрального банка страны). Эффективность этой политики обуславливалась тем, что центральный банк являлся действительно кредитором последней инстанции, осуществлявшим предоставление ликвидности банкам, которые, в свою очередь, в рамках сформировавшейся в Японии экономической модели, были основным источником капитала как для корпоративного бизнеса, в том числе и крупного, так и для более мелких банков, осуществлявших «розничное кредитование» населения, малого бизнеса и пр. Многие авторы отмечают специфику этой японской модели и особую роль в ней Банка Японии: «Модель эту отличают следующие особенности: <...> сильный контроль финансового, в первую очередь банковского, капитала над нефинансовым, а также не менее, если не более, сильный контроль министерства финансов и Банка Японии над частным финансовым (банковским) капиталом и как следствие – распределение финансовых ресурсов в условиях их общего дефицита под жестким контролем и административным руководством правительства»²⁶.

²⁵ Japan's Economic Ascent: International Trade, Growth, and Postwar Reconstruction. Ed. M. Smitka. Garland Publishing, Inc. New York, 1998. P. 273.

²⁶ Япония: смена модели экономического роста. – М.: Наука. Главная редакция восточной литературы, 1990. – 320 с. (С. 254).

Сильное влияние государственной политики находило выражение не только в универсальных методах реализации денежно-кредитной политики, но и в специфически японском инструментарии. В частности, получил широкую известность такой механизм, как рacionamento кредита, то есть фактически определяемые центральным банком направления и объемы выдачи кредитов коммерческими банками тем или иным отраслям. Это рacionamento стало возможным в связи с зависимостью коммерческих банков от государственных финансов в условиях их хронического дефицита в послевоенной экономике. Соответствующий механизм получил название «мадогути сидо» («управление через окошко», где под окошком подразумевается окошко выдающей деньги кассы, англоязычный вариант «window guidance»), а его роль в системе регулирования экономики и в целом экономическом росте признается как японскими (например, Т. Оцубо²⁷), так и зарубежными специалистами, включая советских (Я.А. Певзнер²⁸, С.В. Брагинский²⁹) и российских (И.П. Лебедева³⁰). Так, И.П. Лебедева отмечает, что данный механизм «обеспечил целенаправленное предоставление коммерческими банками кредитов наиболее

²⁷ Sh. T. Otsubo. Post-war Development of the Japanese Economy. Nagoya University, 2007. P. 10. URL: [http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy\(Otsubo_NagoyaU\).pdf](http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy(Otsubo_NagoyaU).pdf).

²⁸ Государственно-монополистическое регулирование в Японии / [Я.А. Певзнер, В.Я. Росин, Н.В. Смородинская и др. Отв. ред. Я.А. Певзнер]. М.: Наука, 1985.

²⁹ Япония: смена модели экономического роста. – М.: Наука. Главная редакция восточной литературы, 1990. – 320 с.

³⁰ Лебедева И.П. Япония: промышленность и предпринимательство (вторая половина XX – начало XXI в.) / И.П. Лебедева; Ин-т востоковедения РАН. – М.: Вост. лит., 2007. – 223 с.

конкурентоспособным фирмам приоритетных отраслей промышленности»³¹.

Помимо адресности финансирования приоритетных сфер экономики, реализовывавшихся с помощью системы специализированных государственных институтов и ратционирования кредитной деятельности банковской системы, в процессе финансового обеспечения экономического роста играла большую роль и монетарная политика Банка Японии в целом. Ключевыми особенностями этой политики были низкие ставки и увеличивающийся объем кредитования (кредитная экспансия). Объемы предоставляемых центральным банком экономике средств постоянно и быстро возрастали. Несмотря на то, что в середине 1950-х годов Банк Японии на некоторое время (1953–1955 гг.) прибег к рестрикционной политике, ограничивая предоставление денег всеми инструментами – ставками, пруденциальным регулированием, операциями с помощью «мадогути сидо», затем практика расширенного предложения денег возобладала.

Иллюстрация этой практики на основе изменения двух ключевых параметров денежно-кредитной политики – уровня базовой ставки и объема ссуд центрального банка экономике – приведена на графиках рисунка 1, из которых видно, что рестрикционная политика проводилась крайне недолго в период после обретения Японией независимости от оккупационной администрации. Период ужесточения длился с 1953-го по 1956 год, после чего начался дли-

³¹ *Лебедева И.П.* Япония: промышленность и предпринимательство (вторая половина XX – начало XXI в.) / И.П. Лебедева; Ин-т востоковедения РАН. – М.: Вост. лит., 2007. – 223 с. (С. 154).

тельный этап стимулирующей политики, выражающийся в снижении учетной ставки и наращивании объемов предоставляемых Банком Японии ссуд. Этот период длился до начала 1970-х годов, когда японская экономика впервые столкнулась с серьезными проблемами, вызванными глобальным нефтяным кризисом и его многообразными последствиями для всей мировой экономики.

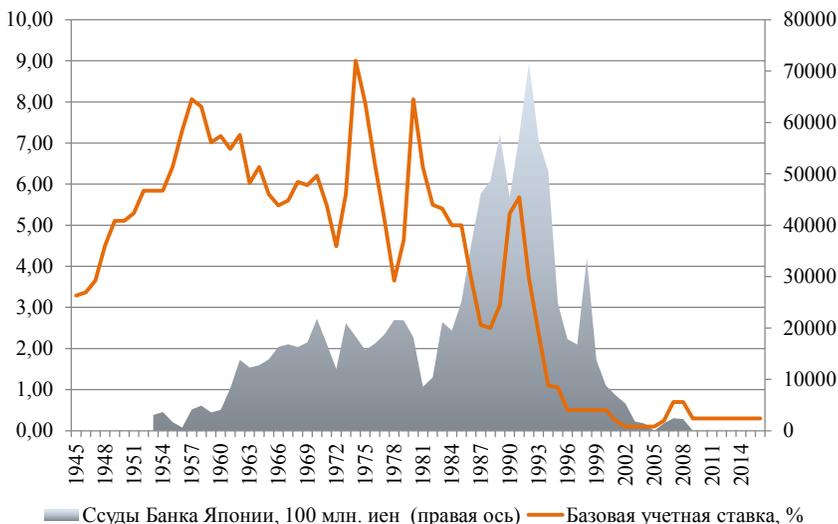


Рисунок 1. Динамика изменения основных параметров денежно-кредитной политики Японии с 1940-х годов XX века³²

В целом же денежно-кредитная политика Японии XX века после окончания Второй мировой войны в соответствии с ее ключевыми параметрами, отраженными на рисун-

³² Рассчитано согласно данным Банка Японии: Statistics. The Bank of Japan website. URL: <https://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/mb/index.htm/> (дата обращения: 06.02.2017).

ке 1, может быть, по нашему мнению, разделена на пять основных периодов:

1. 1945–1956 годы – период жесткой и ужесточающейся политики, направленной на макрофинансовую и бюджетную стабилизацию.

2. 1957–1970 годы – период кредитной экспансии, направленной на поддержку высоких темпов роста, индустриализации и внешнеэкономической экспансии.

3. 1971–1981 годы – период неопределенности и высокой волатильности монетарной политики как следствие турбулентной макроэкономической ситуации.

4. 1982–1991 годы – период чрезмерного стимулирования и формирования «экономики пузыря».

5. После 1992 года – период отказа от монетарного стимулирования на фоне схлопнувшегося пузыря на финансовых рынках и последующего «потерянного десятилетия» экономического развития.

Денежно-кредитная политика XXI века будет рассмотрена отдельно в последующих разделах настоящего издания.

Рассматривая основные инструменты японского государственного регулирования – как налогово-бюджетную, так и денежно-кредитную политику, следует подчеркнуть, что они были тесно связаны с программами и планами развития экономики. Действия Министерства финансов и Банка Японии не были обособлены и подчинены решению узко понимаемых задач в рамках ведомственной ответственности (например, таких как таргетирование инфляции), а работали на выполнение генеральных целей социально-экономического развития, в том числе в рамках государственного планирования.

Первый пятилетний план, опубликованный в июле 1955 года, назывался «Пятилетний план экономической независимости» и имел две основные цели – экономическую независимость и обеспечение полной занятости, хотя содержал и другие целевые индикаторы, в частности, по экономическому росту и росту промышленного производства. В первые же годы его реализации стало ясно, что фактические индикаторы роста существенно превышают запланированные, и в 1957 году план был пересмотрен. В 1958 финансовом году пересмотренный план вступил в силу под названием «Новый долгосрочный экономический план», а его девизом стал «максимальный рост»³³.

Смена приоритетов в этих двух первых планах экономического развития Японии привела к фундаментальному сдвигу во всей системе государственных финансов, который, по нашему мнению, обусловил последующие приоритеты ее реализации и, наряду с весомым вкладом в быстрый рост, привел также и к возникновению системных проблем японской экономики, довлеющих над ней в течение последних десятилетий. Первый план был ориентирован на сохранение курса, заложенного еще оккупационной администрацией в рамках «курса Доджа» – обеспечение сбалансированной финансовой политики, бездефицитного бюджета, отказ от долгового финансирования государственных расходов (табу на выпуск государственных облигаций было заложено Доджем). Однако смена курса на максимальный рост требовала и интенсивного финансирования. Для выполнения задач Ново-

³³ Fiscal and Monetary Policies of Japan in Reconstruction and High-Growth – 1945 to 1971. Ministry of Finance Institute of Fiscal and Monetary Policy. April 2010. P. 128.

го долгосрочного экономического плана начала активно использоваться налогово-бюджетная политика – были введены налоговые льготы (Планом предусматривалось снижение налогового бремени) и расширены государственные расходы.

Тем не менее в 1950-е годы снижение налогового бремени и бюджетная политика в целом не привели к разбалансированию бюджета, так как к середине десятилетия была достигнута его сбалансированность, а начавшийся рост экономики происходил более быстрыми темпами, чем рост бюджетных расходов, что позволяло получать требуемый объем поступлений при небольшом снижении общего налогового бремени. В этот период была поставлена задача удерживать налоговое бремя (понимаемое как соотношение налогов и национального дохода) на уровне менее 20%, и с 1957-го по 1959 год оно сократилось с 19,8 до 18,6%³⁴.

Стабильность государственного бюджета в 1950-е годы была также поддержана некоторыми мерами по реорганизации бюджетного процесса. Так, в 1956–1957 годах инвестиции в государственные корпорации были выведены из расходов бюджета на внебюджетный Специальный счет промышленных инвестиций. Продолжала расширяться деятельность Инвестиционной и кредитной программы, финансируемой из госбюджета *FILP*, а также увеличивалось количество агентств, имеющих право выпускать гарантированные государством облигации, и размер этих эмиссий. В рамках координации и кооперации бюджетных программ

³⁴ Fiscal and Monetary Policies of Japan in Reconstruction and High-Growth – 1945 to 1971. Ministry of Finance Institute of Fiscal and Monetary Policy. April 2010. P. 133.

и *FILP* было создано несколько внебюджетных фондов под реализацию отдельных специфических задач, в основном по развитию инфраструктуры в рамках так называемых «государственных работ». Размер расходов по этим внебюджетным фондам рос во второй половине 1950-х годов значительно быстрее, чем расходы бюджета, увеличившись со 141 до 258 млрд иен с 1955-го по 1959 год³⁵.

Вывод большого объема государственного заказа во внебюджетные фонды позволял формально соблюдать бюджетную консолидацию – в эти годы проводилась политика так называемого «1-триллионного бюджета», предполагавшая стабильность государственных расходов на уровне триллиона иен. На деле же быстрый экономический рост вел к превышению фактических доходов над плановыми, избыток которых аккумулировался в разных формах за пределами бюджета и из которых в том числе финансировались внебюджетные фонды и проекты *FILP*. Из некоторых таких проектов впоследствии сформировались государственные корпорации в ведущих отраслях инфраструктуры и естественной монополии. В числе первых из них стали Японская домостроительная корпорация (1955 г.) и Японская государственная автодорожная корпорация (создана в 1956 г.), получавшие финансирование от *FILP* и администрировавшие соответствующие программы по строительству магистральных автодорог и жилья. В общей сложности в 1950-е годы было создано 56 государственных компаний, и эта практика продолжалась в 1960-е и 1970-е годы, постепенно сворачиваясь – в 1960-е годы

³⁵ Ibid. С. 139.

была создана 61 государственная компания и 11 упразднено, в 1970-е годы – создано 13 компаний и упразднено 11³⁶. Эти государственные компании получали возрастающие объемы финансирования, хотя и из внебюджетных фондов, но имеющие государственное происхождение.

На доходной стороне государственного бюджета также проводилась политика агрессивного содействия экономическому росту, выражавшаяся в принятом курсе на постоянное снижение налогового бремени. Растущая экономика и увеличивающиеся поступления налогов позволяли, по мнению идеологов этой концепции, снижать ставки налогообложения, получая нужный объем налоговых поступлений за счет увеличения их массы, а снижение ставок должно было стимулировать накопление капитала частным сектором и оживлять инвестиционную активность. Эта концепция действительно работала в 1950-е годы, позволяя не только обеспечивать нужные объемы налоговых поступлений, но и вводить многочисленные налоговые стимулы, направленные на стимулирование инвестиций, особенно в экспортно-ориентированных отраслях и на прямую поддержку экспорта.

Другое ключевое направление государственного регулирования японской экономики – денежно-кредитная политика – в конце 1950-х годов также носила стимулирующий характер и получила характеристику «активистской». Основными направлениями ее реализации стала политика низких ставок и рассмотренное выше рacionamento кредита с высоким уровнем кредитной активности центрального банка. В результате политики кредитной экспансии годовой объем ссуд Банка Японии с 1956-го по 1961 год вырос

³⁶ Ibid. С. 141.

в 14 раз – с 59 до 824 млрд иен (см. рис. 1). Наряду со снижением ставки, это привело к притоку денег в экономику, стимулируя как корпоративный сектор, так и малый бизнес, а также домохозяйства к росту потребления, инвестиций и производства. Монетарная политика, проводимая в координации с налогово-бюджетной, направленной на снижение налогового бремени, привела к значительному улучшению таких макроэкономических параметров, как норма сбережений домохозяйств (рост с 7 до 12% в течение 1953–1960 гг.) и соотношение инвестиций и ВВП (рост с 20 до 32% в течение 1954–1960 гг.³⁷). В то же время политика кредитной экспансии Банка Японии в тот период имеет и своих критиков, указывающих, что она проводилась в условиях слабости как банков, так и заемщиков, и привела к возникновению ситуации с чрезмерной долговой нагрузкой бизнеса наряду с недостаточностью собственного капитала у банков на фоне их переразмеренных кредитных портфелей.

Вне зависимости от оценок государственной экономической политики Японии, ее эффективность в 1950-е годы доказана высокими показателями экономического роста, промышленного производства, а также решением ряда социальных проблем – от обеспечения высокого уровня занятости до повышения доходов населения. Средние темпы роста реального ВВП в период с 1950-го по 1959 год составили 9,1%, достигнув максимума в 16,6% в 1959 году, средние за десятилетие темпы роста промышленного производства составили 16,5%, экспорт вырос в 3,5 раза³⁸. Принимая

³⁷ Sh. T. Otsudo. Post-war Development of the Japanese Economy. Nagoya University, 2007. P. 10. URL: [http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy\(Otsubo_NagoyaU\).pdf](http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy(Otsubo_NagoyaU).pdf) .

³⁸ K. Hamada, M. Kasuya. The Reconstruction and Stabilization of the Postwar Japanese

во внимание всю совокупность факторов, повлиявших на столь впечатляющие результаты (от войны на Корейском полуострове до благоприятной внешнеэкономической ситуации), нельзя не отметить, что определяющую роль в этом подъеме все же сыграла государственная экономическая политика, резко изменившая направление после обретения Японией суверенитета в 1952 году.

Эта политика имела существенную специфику в сравнении с другими капиталистическими государствами, хотя сильная роль государства была характерна в тот период не только для Японии, и, по нашему мнению, именно государственная экономическая политика, направленная на всестороннее стимулирование роста, стала его определяющим фактором. Влияние государства на экономические процессы и основные элементы этого влияния сформировали специфическую японскую модель экономики, к числу основных особенностей которой, оформившихся к концу 1950-х годов, можно отнести следующие:

- активная роль государства в стимулировании максимального экономического роста;
- комплексный инструментарий регулирования, включающий планирование и прогнозирование социально-экономического развития и его реализацию мерами стимулирующей налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики;
- скоординированная и целенаправленная деятельность государственных органов управления по воплощению долгосрочных планов развития экономики, в том числе с использованием специального и зачастую оригинального

инструментария регулирования экономических процессов (например, «мадогути сидо»);

- комплексная система поддержки предпринимательства и диалога с бизнесом в лице Кэйданрэн (Кэйдзай дантай рэнгокай) – Федерации экономических организаций;

- эффективная система влияния на деятельность крупного бизнеса через замкнутую на государственные финансы систему банков и крупных холдингов, позволяющая обеспечить требуемую в трудных послевоенных условиях управляемость экономики;

- разветвленная и практически всеохватная система государственных финансовых институтов и крупных корпораций как важнейший элемент реализации государственной экономической политики.

Данная система, в целом сформированная и эффективно функционировавшая к началу 1960-х годов, наряду со здоровой системой государственных финансов (сбалансированным бюджетом, низким государственным долгом) и достигнутой к тому времени траекторией устойчиво высокого роста, стала фундаментом новых достижений японской экономической модели, но в то же время несла в себе латентные изъяны, негативный потенциал которых также начал проявляться в период бурного роста последующих десятилетий.

1.2. Период интенсивного развития: тенденции, факторы, изменения экономической структуры

Экономическая модель, сформированная в 1950-е годы, и интенсивный экономический рост того периода, наряду с благоприятными внешними условиями, стали предпосыл-

ками для продолжения тенденции быстрого увеличения ВВП страны на длительный период. Этот период продолжался до начала 1990-х годов, хотя не был однородным – в 1970-е годы мощные кризисы международного масштаба дважды приводили к спаду ВВП Японии. Тем не менее поступательный и интенсивный рост продолжался, а его темпы превышали среднемировые, что обусловило постоянный рост доли Японии в мировой экономике, который происходил до середины 1990-х годов (рис. 2).

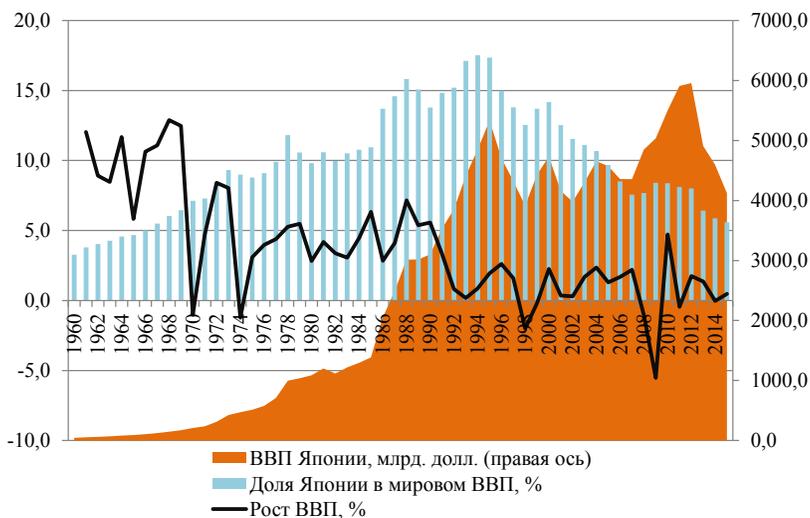


Рисунок 2. Динамика основных индикаторов, характеризующих экономический рост Японии в 1960–2015 годах³⁹

³⁹ Рассчитано согласно данным Всемирного банка: World Development Indicators. The World Bank website. URL: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.МКТР.CD&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&is_popular=y# (дата обращения: 30.01.2017).

Пика значимости в мировом хозяйстве Япония достигла в 1994 году, когда ее доля в мировом ВВП составила 17,5%, после чего начался спад, продолжающийся уже более двух десятилетий, за время которого этот показатель сократился в 3 раза и по итогам 2015 года составил лишь 5,6%. Проблемы, вызывавшие спад, во многом обусловлены той же экономической политикой, которая способствовала феномену «японского чуда» в 1960–1980-е годы, нуждающейся в более детальном рассмотрении ее финансовых аспектов, которые, в отличие от ряда других факторов роста (технологического, внешнеэкономического, фактора сильной роли государства), не в полной мере принимаются во внимание.

Рассматривая период интенсивного экономического роста Японии 1960–1980-х годов, целесообразно дать краткий обзор мнений относительно способствовавших этому росту факторов. Этот набор достаточно широк и включает оценки, основанные на результатах исследований различных сфер японской экономики. Известный анализ факторов экономического роста Э. Денисона для Японии показал, что ключевая роль в обеспечении роста принадлежала увеличению капиталовложений – из среднегодового показателя роста в 8,81% для периода 1948–1969 годов, на долю этого фактора, по мнению американского ученого, пришлось 2,1%, на долю технологического прогресса – 1,97%, на долю расширения производства – 1,94% и на долю оптимизации размещения производства – 0,94%⁴⁰. Сходного мнения придерживается М. Ндиа. Уже применительно к более длительному периоду 1960–1990-х годов,

⁴⁰ Ван дер Вее Г. История мировой экономики: 1945–1990, М., Наука, 1994. С. 91.

он считает, что тремя основными факторами роста были увеличившийся объем накопленного капитала, возросший трудовой потенциал и знания⁴¹.

Японские исследователи также выделяют различные факторы быстрого экономического роста. М. Такада делает акцент на технологическом факторе (в частности, эффективном использовании импортных ноу-хау), хотя отмечает также и государственную экономическую политику⁴². Ш. Оцубо подходит к проблеме определения факторов роста более комплексно, анализируя сторону спроса и сторону предложения и для каждой из них выделяя специфические факторы. В период быстрого роста и действия Плана удвоения национального дохода (1961–1970 гг.), этот автор выделяет такие факторы, как большой спрос на инвестиции, быстрый рост спроса домохозяйств и спроса на экспортируемые Японией товары – на стороне спроса, а также интенсивный рост рабочей силы (в т.ч. за счет урбанизации), увеличение нормы сбережений в секторе домохозяйств, ставших источником инвестиций, повышение качества человеческого капитала за счет распространения высшего образования – на стороне предложения⁴³.

В 1980-е годы также появились многочисленные исследования опыта японского менеджмента, который за-

⁴¹ M.H. NDIATH. The Determinants Of The Japanese Economic Growth (1960–1990) And The Causes Of Its Recession (1990–2009). Ritsumeikan Asia Pacific University, 2011. P. 139. URL: <http://r-cube.ritsumei.ac.jp/bitstream/10367/3665/1/51209659.pdf>.

⁴² Masahiro Takada. Japan's Economic Miracle: Underlying Factors and Strategies for the Growth. Bethlehem, Lehigh University, 1999. P. 12. URL: <http://www.lehigh.edu/~rhw1/courses/1999/spring/ir163/Papers/pdf/mat5.pdf>.

⁴³ Sh. T. Otsubo. Post-war Development of the Japanese Economy. Nagoya University, 2007. P. 14. URL: [http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy\(Otsubo_NagoyaU\).pdf](http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy(Otsubo_NagoyaU).pdf).

служил признание своей эффективности результатами, показанными японской экономикой в период быстрого роста. Управленческие модели, применявшиеся японскими корпорациями, также стали рассматриваться в качестве одного из ключевых факторов экономического роста страны, а такие особенности менеджмента как тотальный контроль качества или принятие решений «снизу вверх» начали изучаться и внедряться в корпоративную практику за рубежом. Особенности менеджмента, наряду с наличием крупных системообразующих промышленно-финансовых конгломератов, рассматривались в качестве фактора успеха японской экономики многими авторами, например, Р. Кроуфордом⁴⁴, Йошимурой, Андерсеном⁴⁵, Судзуки⁴⁶, Стюартом⁴⁷ и др.

Таким образом, среди факторов быстрого экономического роста различные исследователи, как японские, так и зарубежные, выделяли очень широкий их круг – от удачной внешнеэкономической конъюнктуры до роста внутреннего потребления и сбережений, от эффективного корпоративного менеджмента до патерналистской государственной политики, от растущего количества и качества рабочей силы до технологического фактора и обусловленных им роста производительности труда и изменения структуры экономики. Последняя особенность

⁴⁴ R.J. Crawford. Reinterpreting the Japanese Economic Miracle. Harvard Business Review, JANUARY–FEBRUARY 1998 ISSUE. URL: <https://hbr.org/1998/01/reinterpreting-the-japanese-economic-miracle> (дата обращения: 28.02.2017).

⁴⁵ N. Yoshimura, Ph. Anderson. Inside the Kaisha: Demystifying Japanese Business Behavior. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

⁴⁶ Y. Suzuki. Japanese Management Structures, 1920–1980. London, MaMillan, 1991.

⁴⁷ Beyond Japanese Management: The End of Modern Times? Ed. by Paul Stewart. London, Frank Cass & Co, 1996.

экономического роста Японии – быстрые и эффективные изменения ее структуры – заслуживает отдельного рассмотрения, поскольку является примером стремительной модернизации в условиях ограниченных стартовых условий.

В период быстрого экономического роста 1960–1980-х годов структура ВВП Японии претерпела очень значительные изменения (табл. 1). Прежде всего, можно отметить резкое сокращение доли сельского хозяйства, произошедшее на фоне процессов урбанизации и развития промышленности. Именно сокращением роли сельского хозяйства объясняется значительное уменьшение вклада в ВВП Японии производственного сектора в этот период. Пять производственных видов деятельности (сельское хозяйство, добывающая и обрабатывающая промышленность, электро-, газо- и водоснабжение, а также строительство) в 1960 году формировали 57,4% ВВП, а к 1990 году их доля сократилась до 43,7%, то есть преобладающей стала сфера услуг.

**Таблица 1. Изменение долей основных видов деятельности
в ВВП Японии в 1960–1990 годах, %⁴⁸**

	Сельское и лесное хозяйство, рыболовство	Горнодобывающая промышленность	Обрабатывающая промышленность	Строительство	Электро-, газо- и водоснабжение	Оптовая и розничная торговля	Финансы и страхование	Операции с недвижимостью	Транспорт и связь	Услуги
1960	13,1	1,5	34,6	5,6	2,5	11,6	3,5	7,6	7,4	7,5
1961	12,3	1,2	35,7	5,7	2,6	12,2	3,7	7,6	7,5	7,3
1962	11,7	1,2	34,3	6,2	2,8	12,2	4,2	7,7	7,5	7,5
1963	11,0	1,0	35,0	6,4	2,8	12,3	4,3	7,9	7,6	7,6
1964	9,8	1,0	35,3	6,4	2,6	12,7	4,3	7,9	7,4	7,6
1965	9,8	1,0	33,7	6,6	2,7	12,7	4,5	8,6	7,5	7,8
1966	9,4	1,1	33,0	6,4	2,6	13,7	4,3	8,7	7,6	8,0
1967	9,2	0,9	34,4	6,1	2,4	13,4	4,4	8,6	7,4	8,6
1968	8,1	0,9	34,8	6,3	2,4	14,1	4,4	8,0	7,1	9,3
1969	7,2	0,9	35,3	6,9	2,3	13,9	4,3	8,0	7,0	9,8
1970	6,1	0,8	36,0	7,7	2,1	14,4	4,3	8,0	6,9	9,6
1971	5,3	0,8	35,2	8,1	2,1	14,0	4,7	8,6	6,8	9,9
1972	5,5	0,7	34,5	8,4	1,9	14,2	4,9	8,8	6,3	10,7
1973	5,9	0,7	35,2	8,8	1,7	14,3	4,9	8,8	6,2	10,1
1974	5,6	0,7	33,6	8,7	1,6	15,2	5,2	8,2	6,0	10,3
1975	5,5	0,5	30,2	9,7	2,0	14,8	5,3	8,2	6,4	11,0
1976	5,3	0,5	30,7	9,1	2,2	15,1	5,0	8,5	6,6	10,8

⁴⁸ Gross Domestic Product Classified by Economic Activities (Major Industry Group) (At Current Prices, At Constant Prices, Deflators) – 68SNA, Benchmark year = 1990 (1955–1998). Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 3 National Accounts. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/03.htm> (дата обращения: 01.03.2017).

Продолжение

	Сельское и лесное хозяйство, рыболовство	Горнодобывающая промышленность	Обрабатывающая промышленность	Строительство	Электро-, газо- и водоснабжение	Оптовая и розничная торговля	Финансы и страхование	Операции с недвижимостью	Транспорт и связь	Услуги
1977	5,1	0,5	29,9	8,6	2,4	14,7	4,9	9,0	7,0	11,1
1978	4,6	0,5	29,6	9,1	2,4	14,4	5,0	9,3	6,8	11,4
1979	4,3	0,6	29,3	9,5	2,3	14,5	5,2	9,5	6,5	12,0
1980	3,7	0,6	29,2	9,4	2,7	15,3	5,2	9,4	6,2	11,7
1981	3,5	0,5	29,1	9,5	2,9	14,9	4,8	9,5	6,3	12,1
1982	3,4	0,4	29,0	9,2	2,9	14,9	5,2	9,5	6,3	12,7
1983	3,4	0,4	29,0	8,3	3,1	14,7	5,5	9,7	6,5	13,2
1984	3,3	0,3	29,7	8,0	3,2	14,0	5,3	9,9	6,6	13,5
1985	3,2	0,3	29,5	7,9	3,2	13,4	5,3	10,1	6,6	14,5
1986	3,0	0,3	28,6	8,1	3,4	13,2	5,4	10,4	6,6	14,6
1987	2,8	0,3	28,1	8,8	3,2	13,5	5,8	10,8	6,7	14,4
1988	2,7	0,3	28,2	9,3	3,0	13,5	6,0	10,9	6,7	14,1
1989	2,6	0,2	28,2	9,8	2,8	13,4	6,4	10,9	6,9	14,4
1990	2,5	0,3	28,2	10,1	2,6	13,6	5,9	10,9	6,6	14,8

Масштабы изменения в 1960–1980 годах десяти основных видов деятельности, формирующих около 95% японского ВВП, приведены на диаграмме рисунка 3, из которой видно, что наиболее сильно увеличились удельные веса услуг, строительства, финансов, а сдали свои позиции горнодобывающая промышленность и сельское хозяйство. Оба эти вида деятельности характеризуются относительно

низкой производительностью труда, поэтому падение их доли в экономике повлияло на общий рост производительности, который многие исследователи включают в число наиболее важных факторов быстрого экономического роста Японии в рассматриваемый период.

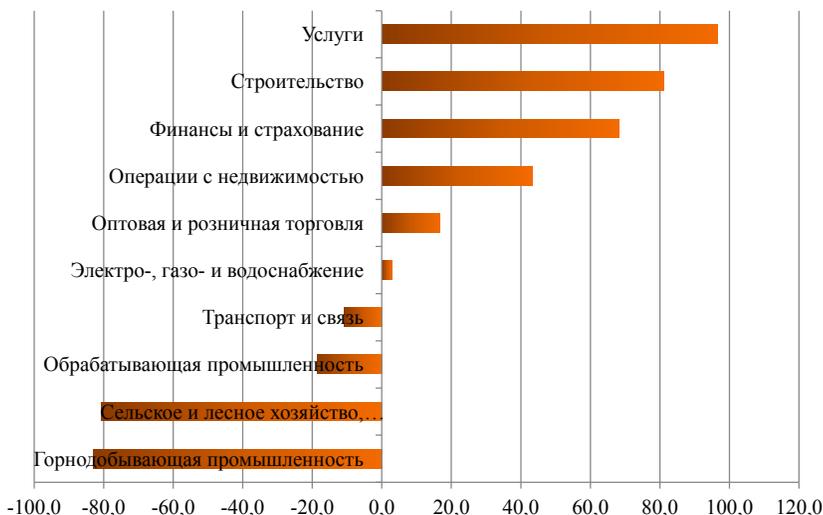


Рисунок 3. Изменение удельного веса основных видов экономической деятельности в ВВП Японии с 1960-го по 1990 год, %⁴⁹

Интересной особенностью происходивших в период быстрого экономического роста структурных сдвигов яв-

⁴⁹ Рассчитано согласно данным из следующего источника: Gross Domestic Product Classified by Economic Activities (Major Industry Group) (At Current Prices, At Constant Prices, Deflators) – 68SNA, Benchmark year = 1990 (1955–1998). Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 3 National Accounts. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/03.htm> (дата обращения: 01.03.2017).

ляется практически неизменный уровень доли в ВВП обрабатывающей промышленности, которую традиционно относят к основному локомотиву роста японской экономики. Колебания удельного веса этого вида деятельности в течение тридцатилетнего периода, на который пришелся расцвет индустриализации страны, очень невелики – от 28,1 до 36%. При этом на старте рассматриваемого периода, в 1960 году, он был ближе к максимумам, составляя 34,6%, а к концу периода снизился до 28,2%, то есть после небольшого увеличения и достижения максимума в 1970 году удельный вес обрабатывающей промышленности в ВВП постоянно снижался, и эта тенденция длилась два десятилетия, несмотря на интенсивное развитие в этот период японской промышленности. Таким образом, с формальной точки зрения, рассматривая уровень индустриализации как долю промышленных отраслей в ВВП, японская экономика переживала деиндустриализацию на протяжении всего этого периода, так как совокупная доля в ВВП трех видов промышленной деятельности (включая электро-, газо- и водоснабжение) сократилась с 38,7% в 1960 году до 31,1% в 1990 году. Безусловно, этот формальный подход не отражает всей полноты картины изменений, происходивших в японской экономике, но в то же время является иллюстрацией неоднозначности и сложности процессов структурных изменений и отраслевых факторов ее роста.

Рассматривая изменения в структуре японской экономики в контексте выделения факторов роста, также целесообразно обратить внимание и на такой аспект, как структура ВВП, рассчитанного по методу конечного использования.

Компоненты такой структуры ВВП дают возможность рассмотреть не отраслевые факторы роста, а те направления расходов экономических субъектов, которые оказывают наибольшее влияние на спрос и потребление, то есть на генерирование добавленной стоимости. Большинство исследований факторов роста, в том числе упомянутых выше, опираются на анализ данных компонентов, рассматривая взаимосвязи между их динамикой и динамикой ВВП.

Структура пяти основных компонентов ВВП Японии по использованию не претерпевала существенных изменений в течение тридцатилетнего периода интенсивного экономического роста (рис. 4). Наиболее значимыми были изменения, произошедшие в период с 1960-го по 1970 год, когда существенно выросла доля в ВВП валового накопления основного капитала (с 29 до 35%) и сократилась доля крупнейшего компонента – расходов домохозяйств (с 58,7 до 52,3%), что отражало тенденцию интенсивного наращивания инвестиций. Однако впоследствии структура ВВП вновь вернулась к неким усредненным значениям для трех основных компонентов, и их удельный вес в 1990 году был ближе к значениям 1960 года, чем к уровням 1970 года, которые были результатом политики максимального экономического роста и Плана удвоения национального дохода 1961–1970 годов. То есть структура ВВП по использованию, сформировавшаяся к концу периода предельно интенсивного роста 1960-х годов, не стабилизировалась на достигнутых уровнях и в дальнейшем основные компоненты, формирующие ВВП, вернулись к более естественным для них значениям.



Рисунок 4. Изменение структуры ВВП Японии по использованию в 1960–1990 годах, %⁵⁰

Рассматривая структуру ВВП Японии по использованию, нельзя не остановиться на еще одном аспекте экономического роста страны, а именно на факторе экспорта и его вкладе в так называемое «японское экономическое чудо». Экспорт рассматривается в качестве одного из ключевых драйверов интенсивного экономического роста в большинстве изложений истории японской экономики, однако некоторые исследователи оспаривают эту роль. Д. Родрик⁵¹, Р. Лоуренс и В. Вайнштейн⁵² отмечали, что роль

⁵⁰ Рассчитано согласно данным из следующего источника: National Accounts for 1998. Cabinet Office, Government Of Japan website. URL: http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/1998/12annual_report_e.html (дата обращения: 01.03.2017).

⁵¹ Rodrik, D. The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work Washington DC: Overseas Development Council. 1999.

⁵² R.Z. Lawrence, D.E. Weinstein. Trade and Growth: Import-Led or Export-Led? Evidence from Japan and Korea. NBER Working Paper 7264. Cambridge, Mass., 1999.

экспорта в японском росте не стоит преувеличивать. Данные о структуре ВВП по использованию также не демонстрируют особой важности экспортной составляющей в росте экономики. Прежде всего, можно отметить, что показатель чистого экспорта в структуре ВВП был крайне мал на всем протяжении рассматриваемого периода, достигая максимума порядка 3,5–4% в отдельные годы в середине 1980-х годов и даже иногда скатываясь в отрицательную зону. Кроме того, если рассматривать не чистый экспорт (разницу между экспортом и импортом), а экспорт как таковой, то и его размер в относительном выражении (относительно ВВП) в Японии никогда не был особенно велик.

В течение 1960–1980-х годов соотношение экспорта и ВВП Японии колебалось от 9% в 1963 году до 15% в 1984 году⁵³, а среднее за период значение этого показателя составило 11,5%. В настоящее время этот показатель также остается примерно на тех же уровнях, даже несколько увеличившись, при том что на текущем этапе состояние японской экономики характеризуется глубоким системным застоем, то есть взаимосвязь между экспортом и экономическим ростом не слишком подтверждается при сопоставлении роли экспорта в ВВП в период бурного роста и в период застоя последних лет. Также можно отметить, что соотношение экспорта и ВВП у Японии, хотя и в период интенсивного роста, было гораздо ниже, чем у очень многих экономик, как развитых, так и развивающихся, в том числе и таких, которые не рассматриваются в качестве экспортно-ориентированных (табл. 2).

⁵³ National Accounts for 1998. Cabinet Office, Government of Japan website. URL: http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/1998/12annual_report_e.html (дата обращения: 01.03.2017).

Таблица 2. Соотношение экспорта и ВВП у некоторых экономик по итогам 2015 года⁵⁴

	Объем экспорта	ВВП	Соотно- шение экспорта и ВВП, %
КНР	10 866	2 275	20,9
Германия	3 356	1 329	39,6
Япония	4 123	625	15,1
Казахстан	184,4	45,7	24,8
Россия	1 326	340	25,6
Великобритания	2 849	460	16,1
США	17 947	1 504	8,4

Таким образом, роль экспорта как основного драйвера быстрого экономического роста Японии не беспорна. Это же можно сказать и о роли интенсивного развития обрабатывающей промышленности, хотя рост промышленности сопровождался резким повышением производительности труда за счет сокращения низкопроизводительных сфер экономики, прежде всего сельского хозяйства. В целом эти два фактора, являющиеся значимыми в структуре ВВП, в различных его измерениях, безусловно, коррелированы с динамикой объема японской экономики (рис. 5), хотя и в разной степени. Как объем экспорта, так и объем продукции обрабатывающей промышленности в рассматриваемый период имели разновеликие скорости, включая несколько периодов замедления роста и даже спада, тогда как объем номинального ВВП рос постоянно и практически равномерно.

⁵⁴ Составлено согласно данным ВТО: Trade profiles/ Statistics database. World Trade Organization website. URL: <http://stat.wto.org/CountryProfile/WSDBCountryPFReporter.aspx?Language=E> (дата обращения: 02.03.2017).

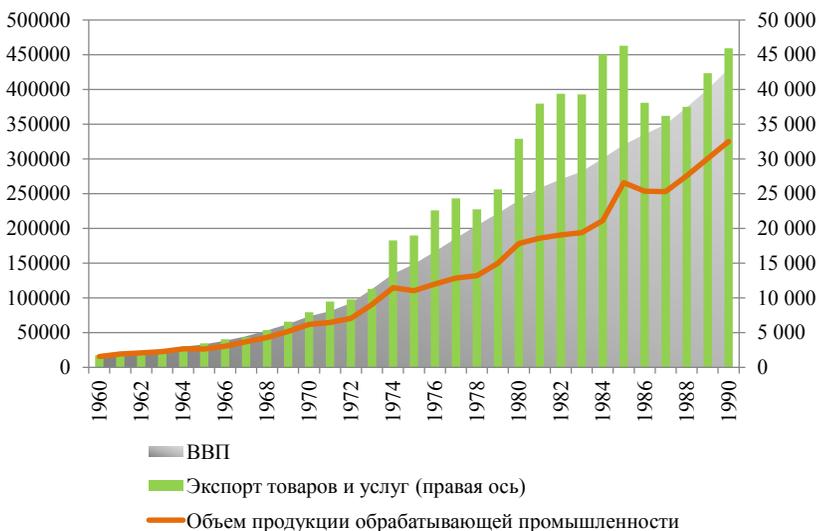


Рисунок 5. Сравнительная динамика объемов промышленного производства, ВВП и экспорта Японии в 1960–1990 годах, млрд иен⁵⁵

Принимая во внимание неоднозначность факторов, традиционно считающихся основными для экономического роста Японии (развитие обрабатывающей промышленно-

⁵⁵ Рассчитано согласно данным из следующих источников: National Accounts for 1998. Cabinet Office, Government of Japan website. URL: http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/1998/12annual_report_e.html (дата обращения: 01.03.2017); Gross Domestic Product Classified by Economic Activities (Major Industry Group) (At Current Prices, At Constant Prices, Deflators) – 68SNA, Benchmark year = 1990 (1955–1998). Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 3 National Accounts. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/03.htm> (дата обращения: 01.03.2017); Establishments, Persons Engaged, Cash Earnings, Value of Raw Materials Used, etc., Value of Manufactured Goods Shipments, etc., Value of Production, Inventory and Value Added in Manufacturing by Medium Industry Group of Manufacturing (1948–2003) // Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 8 Mining and Manufacturing. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/08.htm> (дата обращения: 01.03.2017).

сти, экспорт, технологическая реконструкция, трудовые ресурсы), необходимо найти другие аспекты экономической модели, влиявшие на интенсивность процессов роста и, возможно, делавшие это более выражено. На наш взгляд, такие факторы имеют финансовую природу и часть из них оказали непосредственное воздействие на признанные драйверы роста: увеличение капиталовложений, сбережений домохозяйств и бизнеса, рост внутреннего спроса. По нашему мнению, к числу таких факторов можно отнести стимулирующую монетарную политику Банка Японии, государственные расходы и отчасти управление курсом иены в интересах внешней торговли.

Монетарная политика Банка Японии вкратце была освещена в предыдущем разделе. Основной линией этой политики на протяжении большей части периода интенсивного роста японской экономики в 1960–1980 годах было содействие кредитной экспансии, что выражалось в последовательном курсе на снижение ставок (исключением был период середины 1970-х гг., связанный с мировым кризисом) и иными регулятивными мерами, призванными стимулировать банковский сектор к наращиванию кредитования экономики. При этом необходимо отметить, что общепринятая точка зрения на японскую денежно-кредитную политику того периода заключается в том, что Банк Японии обеспечивал низкий уровень кредитных ставок, однако этот тезис нуждается в уточнении, поскольку в 1960-е годы ставки на японском рынке были выше аналогов в других странах. Например, ставки прайм-рэйт в США на протяжении большей части 1960-х годов были значительно ниже японских ставок, и эта

ситуация изменилась только к концу 1970-х годов, причем не столько вследствие японских усилий, сколько из-за проблем в американской экономике, вызвавших рост ставок в США (рис. 6).



Рисунок 6. Сравнительная динамика кредитных ставок в Японии и США с 1960-го по 1990 год, % годовых⁵⁶

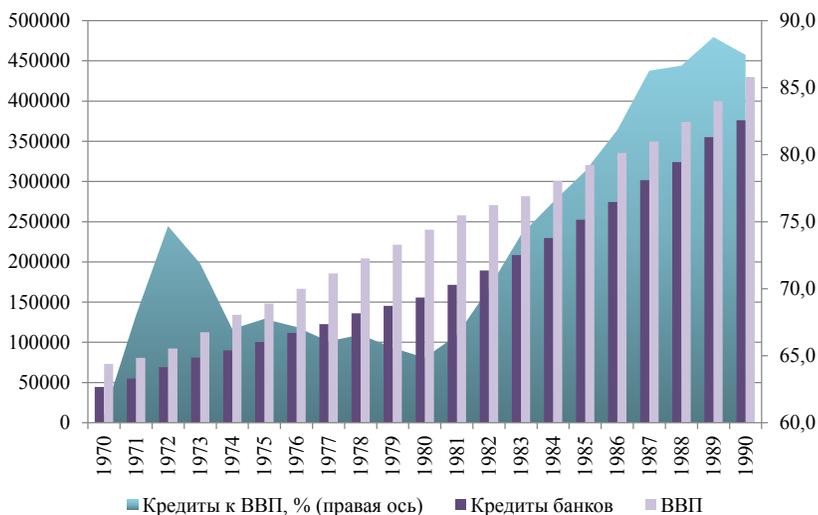
Таким образом, когда японская денежно-кредитная политика рассматривается как обеспечивавшая низкий уровень ставок, это относится (во всяком случае, приме-

⁵⁶ Рассчитано согласно данным из следующих источников: Bank Prime Loan Rate, Percent, Annual, Not Seasonally Adjusted // Federal Reserve Bank of Sent Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/MPRIME#0> (дата обращения: 02.03.2017); Principal Interest Rates (1946–2004). Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 14 Finance and Insurance. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm> (дата обращения: 01.03.2017).

нительно к периоду 1960–1970-х гг.) не столько к их абсолютному уровню, в том числе в сравнении с мировыми аналогами, сколько к динамике изменения относительно японских же показателей предыдущих десятилетий. Эта ситуация отмечается и в профильных японских исследованиях, комментирующих цикл снижения ставки Банка Японии, начавшийся в 1961 году: «...целью снижения официальной учетной ставки было не столько стимулирование экономики, сколько постепенное сужение спреда между высокими японскими процентными ставками и их международным уровнем»⁵⁷.

Несмотря на относительно высокие ставки, политика Банка Японии дала результаты в виде увеличения кредитования банковским сектором экономики, что выражалось не только в росте абсолютных объемов выдаваемых кредитов, но и их относительной величины – соотношения кредитов и ВВП. Однако сильный рост этого показателя произошел все же не в 1960–1970-е годы, а только в 1980-е (рис. 7), что было связано не только с наметившимся к тому времени сильным разрывом между низким уровнем ставок в Японии и на других основных финансовых рынках мира, но и с завершением этапа кризисной турбулентности, а также и с некоторыми законодательными изменениями в регламентации финансового сектора.

⁵⁷ Fiscal and Monetary Policies of Japan in Reconstruction and High-Growth – 1945 to 1971. Ministry of Finance Institute of Fiscal and Monetary Policy. April 2010. P. 186.



**Рисунок 7. Соотношение банковских кредитов и ВВП
Японии, млрд иен, если не указано иное⁵⁸**

В 1981 году в Японии начала проводиться политика финансовой либерализации. В апреле 1982 года вступило в силу новое банковское законодательство, вместе с которым начали осуществляться «Меры по либерализации и повышению гибкости финансового регулирования» на 1981–1985 годы. Кроме того, в 1983 году по запросу США, поступившему накануне визита в Японию прези-

⁵⁸ Рассчитано согласно данным из следующих источников: National Accounts for 1998. Cabinet Office, Government of Japan website. URL: http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/1998/12annual_report_e.html (дата обращения: 01.03.2017); Loans and Discounts Outstanding by Sector (by Type of Major Industries) Banking Accounts of Domestically Licensed Banks (1970–2005). Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 14 Finance and Insurance. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm> (дата обращения: 01.03.2017).

дента Р. Рейгана, были приняты меры по учреждению совместной японско-американской специальной группы по обменному курсу иены и доллара и проблемам финансовых рынков. Примерно в это же время министерство финансов опубликовало документ «Текущее состояние и перспективы либерализации финансовых рынков и рынков капитала и интернационализации иены».

Появление группы по курсу иены было обусловлено давлением США, которые считали, что японские финансовые рынки закрыты, а интернационализация иены недостаточна, что обуславливает низкий спрос на иену и ее заниженный курс, который не является справедливым и создает дисбалансы во взаимной торговле. В этой связи можно отметить, что проблема курса иены возникла для США после реформирования мировой валютной системы. Сначала отказ США от золотого содержания доллара привел к прекращению действия Бреттон-Вудской системы, после чего фиксированный послевоенный курс иены вырос с 360 до 308 иен за доллар (этот курс также был фиксированным и установлен в рамках Смитсоновского соглашения, принятого в декабре 1971 г., в рамках которого была сделана попытка зафиксировать новые курсы валют вместо Бреттон-Вудских). В 1973 году Японией было введено свободное курсообразование иены, после чего произошло ее укрепление, которое длилось до 1978 года. Затем начался обратный процесс. На фоне снижения курса иены, длившегося с 1978-го по 1984 год, быстро росли объемы японского экспорта (рис. 8), причем особенно интенсивно рос экспорт в США. Если общий объем японского экспорта в 1978–1985 годах вырос на 105% (с 20,5 до 42 трлн

иен.), то объем экспорта в США – трехкратно – с 5,3 до 15,6 трлн иен⁵⁹.

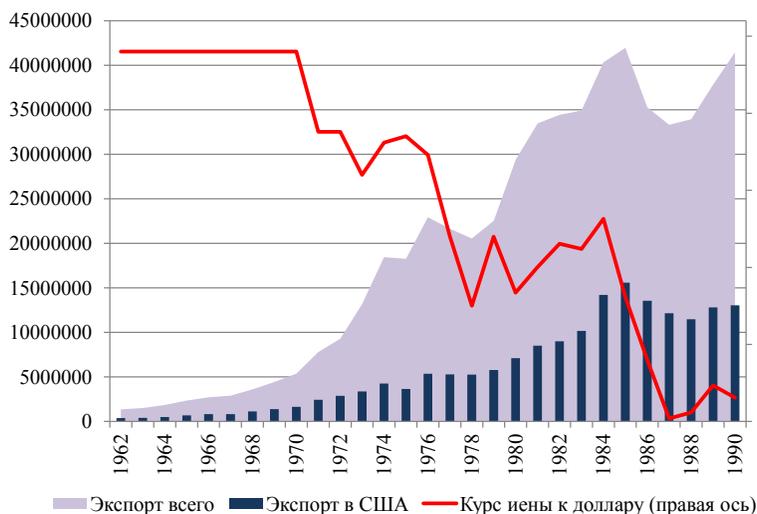


Рисунок 8. Сравнительная динамика курса иены и объемов экспорта из Японии в 1962–1990 годах, млн иен⁶⁰

⁵⁹ Value of Japan Exports by Principal Country (Area) of Destination (1962–2004) // Historical Statistics of Japan // Chapter 18 Foreign Trade, Balance of Payments and International Cooperation. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/18.htm> (дата обращения: 03.03.2017).

⁶⁰ Рассчитано согласно данным из следующих источников: Value of Japan Exports by Principal Country (Area) of Destination (1962–2004) // Historical Statistics of Japan // Chapter 18 Foreign Trade, Balance of Payments and International Cooperation. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/18.htm> (дата обращения: 03.03.2017); Foreign Exchange Rates (1950–2005) // Historical Statistics of Japan // Chapter 18 Foreign Trade, Balance of Payments and International Cooperation. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/18.htm> (дата обращения: 03.03.2017).

Экспортная экспансия Японии в США вызывала закономерное недовольство американского бизнеса и требования к правительству защитить внутренний рынок от «неоправданно дешевых» японских товаров, чем и было вызвано давление США на Японию, вылившееся в создание совместной группы по курсу иены и проблемам финансовых рынков. В то же время этот период дает основания коснуться темы влияния валютной составляющей на японский экономический рост, которая также широко признана в качестве одного из факторов этого роста. Мнение о влиянии низкого курса иены на рост экспорта Японии и, как следствие, на экономический рост в целом широко распространено и является общим местом в дискуссиях о «японском экономическом чуде». Однако в этом тезисе есть и уязвимые места. Во-первых, как наглядно демонстрирует график рисунка 8, курс иены на протяжении большей части периода интенсивного роста японской экономики не снижался, а рос, и достаточно сильно – за два десятилетия (1970–1980-е гг.) иена укрепилась к доллару почти трехкратно. Причем укрепление японской валюты происходило не только относительно доллара, но и относительно ряда других ведущих валют мира: с 1971-го по 1990 год курс иены к британскому фунту стерлингов вырос с 864 до 260 иен, к французскому франку – с 64,8 до 26,5 иен⁶¹ и т.д. Также характерно, что в период действия Плана удвоения национального дохода (1961–1970 гг.), когда японский ВВП рос максимальными темпами, курс иены был фикси-

⁶¹ Foreign Exchange Rates (1950–2005) // Historical Statistics of Japan // Chapter 18 Foreign Trade, Balance of Payments and International Cooperation. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/18.htm> (дата обращения: 03.03.2017).

рованным и не мог оказать влияния на экспорт и экономический рост. Во-вторых, как было показано выше, само по себе влияние экспорта на экономический рост не является безусловной аксиомой в случае Японии в рассматриваемый период, поскольку относительный размер экспорта в этот период был достаточно скромным, колеблясь в интервале 9–15% ВВП, причем чистый экспорт, непосредственно влияющий на размер ВВП и его рост, был близок к нулю и не мог оказывать сколько-нибудь значимого влияния на агрегированные индикаторы роста.

Безусловно, в период с 1978-го по 1985 год снижение курса иены привело к определенному всплеску экспорта, что, в свою очередь, вызвало увеличение относительного размера экспорта и его вклада в ВВП, который возрос с 11,1% в 1978 году до 15% в 1984 году⁶². Однако рост японского ВВП в период снижения курса иены был уже весьма умеренным, в интервале 2,8–5%, то есть значительно ниже предыдущих лет, когда курс иены не падал, а рос. Кроме того, этот период был относительно непродолжителен в сравнении с тридцатилетним интервалом интенсивного роста. Принимая во внимание все указанные аргументы, преувеличивать роль низкого курса иены в обеспечении экономического роста, на наш взгляд, не следует.

Большого внимания заслуживает реформа финансового сектора, инициированная в начале 1980-х годов и направленная на его либерализацию, интернационализацию и упорядочивание некоторых отдельных сфер, ранее отчасти выпав-

⁶² National Accounts for 1998. Cabinet Office, Government of Japan website. URL: http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/1998/12annual_report_e.html (дата обращения: 01.03.2017).

давших из поля системного финансового надзора. В рамках реализации поправок в банковское законодательство было осуществлено шесть пакетов мер, в числе важнейших из которых были дерегулирование дивидендной политики (1981 г.), расширение услуг ассоциированных компаний и увеличение гибкости регулирования крупных займов (1982 г.), дерегулирование использования средств, полученных от эмиссии зарубежных облигаций, диверсификация и либерализация ипотеки (1983 г.), либерализация допуска иностранных финансовых институтов на японский рынок, расширение сервисов, связанных с кредитными картами (1984 г.)⁶³. На наш взгляд, либерализация финансового рынка, наряду со значительным спрэдом между процентными ставками на японском рынке и рынке США, вызвала опережающий рост кредитования по сравнению с ростом экономики, что привело к значительному увеличению соотношения кредитов и ВВП в Японии в 1980-е годы (с 65 до 87%).

Рост кредитования, кроме того, привел к увеличению притока средств в непроизводственные отрасли, а также к очень значительному росту доли физических лиц на кредитном рынке (рис. 9). Если в 1970 году структура выдаваемых кредитов была практически идентична структуре экономики, то в результате либерализации финансового рынка начался переток ссудных ресурсов в более привлекательные для кредиторов направления, в результате чего их структура в 1990 году уже радикально отличалась от структуры ВВП.

⁶³ Fiscal and Monetary Policies of Japan in Stable Growth Period – 1972 to 1990. Ministry of Finance Institute of Fiscal and Monetary Policy. April 2010. P. 118.

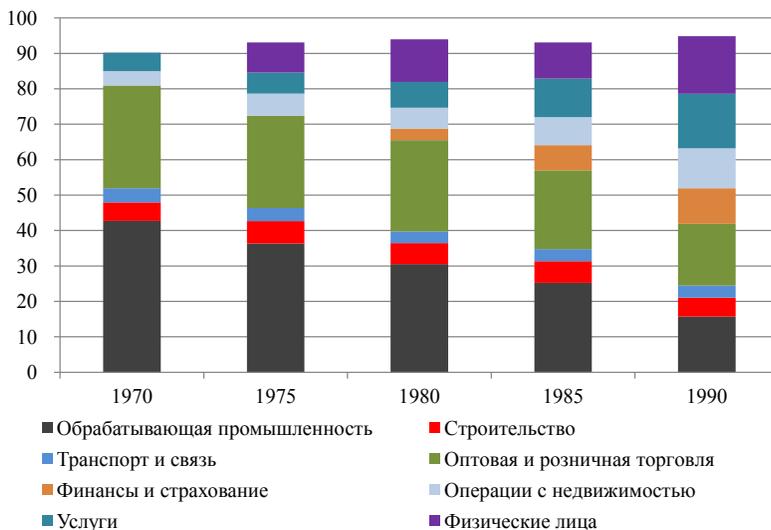


Рисунок 9. Изменение структуры выданных кредитов по основным видам деятельности в 1970–1990 годах, %⁶⁴

Доля кредитов промышленности сократилась по сравнению с 1970 годом почти в 3 раза (с 43 до 16%), зато трехкратно возросла доля кредитов в сфере услуг (с 5 до 15%), почти во столько же – по операциям с недвижимостью, десятую часть кредитов стала представлять финансовая отрасль, также очень существенно выросло кредитование физических лиц. На наш взгляд, столь значительные изменения в отраслевой структуре кредитования, произошедшие в том числе и вследствие либерализации финансового рынка 1980-х го-

⁶⁴ Рассчитано согласно данным из следующего источника: Loans and Discounts Outstanding by Sector (by Type of Major Industries) Banking Accounts of Domestically Licensed Banks (1970–2005) Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 14 Finance and Insurance. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm> (дата обращения: 01.03.2017).

дов, во многом предопределили структурные сдвиги в японской экономике в этот же период. Более того, по нашему мнению, правомерно предположить, что как либерализация финансового регулирования, так и вызванный ею переток банковских кредитов в отрасли сферы услуг и потребительского кредитования обусловили поддержание высоких темпов роста и стали значимым фактором развития экономики в 1980-е годы на фоне прекращения роста экспорта и снижения темпов роста обрабатывающей промышленности. Тот факт, что опережающий рост демонстрировали именно те виды деятельности, доля которых быстро увеличивалась в структуре банковских кредитов (услуги, финансы, операции с недвижимостью), свидетельствует о том, что они росли опережающими средние по экономике темпами, то есть стали новыми факторами роста на фоне сокращения роли драйверов 1950–1960-х годов (обрабатывающей промышленности, строительства). В свою очередь, опережающий рост этих видов деятельности был обеспечен их интенсивным кредитованием более высокими темпами, чем средние по экономике, что стало возможным благодаря либерализации и интернационализации японского финансового рынка.

Наконец, еще одним фактором японского роста на протяжении 1960–1990-х годов, так же как и в послевоенный период, были государственные расходы, которые устойчиво росли не только в абсолютном исчислении, но и относительно ВВП страны. Особенно сильным рост относительного размера государственных расходов стал в 1970-е годы (рис. 10), и этот рост продолжался до 1981 года, после чего наступил период сокращения относительных (но не абсолютных объемов государственных расходов).

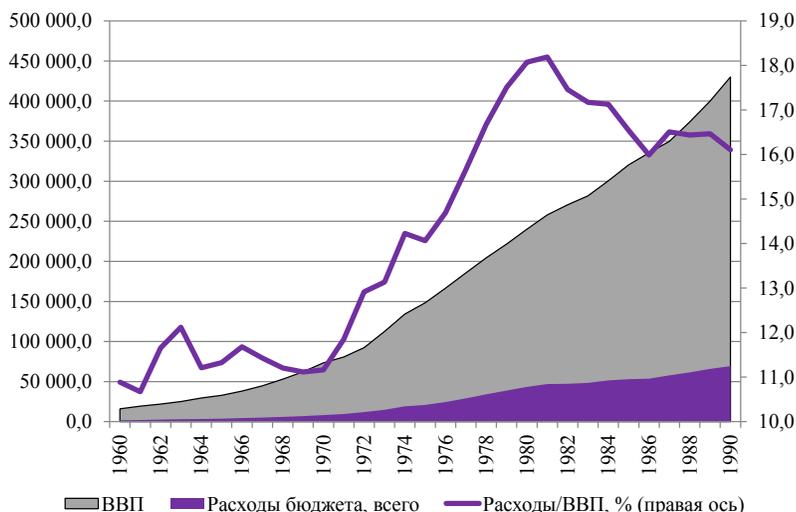


Рисунок 10. Сравнительная динамика роста ВВП и расходов государственного бюджета Японии в 1960–1990 годах, млрд иен, если не указано иное⁶⁵

Тем не менее даже в 1980-е годы, после сокращения относительного объема государственных расходов, их уровень стабилизировался в интервале 16–18% ВВП, что существенно превышало значения 1960-х и большей части 1970-х годов. Бюджетные расходы оказали влияние на повышение доходов населения и ряда более общих макроэкономических факторов экономического роста – увеличения нормы сбережений домохозяйств, накопления капитала,

⁶⁵ Рассчитано согласно данным из следующих источников: National Accounts for 1998. Cabinet Office, Government of Japan website. URL: http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/1998/12annual_report_e.html (дата обращения: 01.03.2017); General Accounts – Expenditure by Principal Expenditure Item (F.Y. 1958–2003) Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 5 Public Finance. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/05.htm> (дата обращения: 03.03.2017).

совокупного спроса и пр. Кроме того, наращивание бюджетных расходов оказывало и непосредственное влияние на экономический рост по линии государственного заказа, увеличивавшего объемы выполняемых бизнесом работ – значительная часть бюджетных расходов шла на статью «государственные работы», в рамках которых реализовывались преимущественно инфраструктурные проекты, увеличивавшие загрузку ряда ключевых отраслей и создававшие условия для дальнейшего развития.

Резюмируя вышеизложенное, можно сделать вывод, что основными факторами интенсивного роста японской экономики в 1960–1990 годах стали благоприятные финансовые условия, созданные на государственном уровне усилиями как центрального банка, так и правительственных структур. Удержание низких процентных ставок, «активистская» денежно-кредитная политика, стимулирующая кредитную экспансию, а впоследствии либерализация финансового регулирования стали факторами наращивания кредитной активности банков и обеспечения экономики и потребления заемными финансами. Низкий курс иены в период с середины 1970-х по середину 1980-х годов, особенно относительно американского доллара, способствовал быстрому наращиванию экспорта, который в этот период стал дополнительным фактором экономического роста. Быстрый же рост абсолютных и относительных размеров государственных расходов, особенно интенсивный в 1970-е годы, позволил существенно улучшить макроэкономические параметры, способствующие созданию условий экономического роста и наращиванию инвестиций. Однако финансовые факторы роста имели и обратную сторону, что впоследствии привело к серьезным проблемам, проявившимся в 1990-е годы.

ГЛАВА 2. ФИНАНСОВЫЕ ФАКТОРЫ ТРАНСФОРМАЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА В КОНЦЕ XX ВЕКА

2.1. Формирование пузырей на финансовых рынках и прекращение роста: причины и роль специфических факторов японской экономической модели

К концу последнего десятилетия XX века Япония вошла в число мировых экономических лидеров. В 1990 году Япония опережала США и другие крупнейшие капиталистические страны по размеру ВВП на душу населения, темпам экономического роста, многим относительным показателям, таким как валовое накопление, валовое накопление основного капитала, валовые сбережения (табл. 3). Абсолютные размеры японской экономики, характеризующиеся показателями ВВП, внешней торговли, золотовалютных резервов и т.д., также были очень велики и зачастую уступали только США.

Таблица 3. Ключевые макроэкономические параметры Японии в сравнении с крупнейшими капиталистическими экономиками в 1990 году, млрд долл., если не указано иное⁶⁶

	Мир	Япония	Германия	США	Великобритания
ВВП	22 579,8	3 140,0	1 765,0	5 979,6	1 093,2
ВВП на душу населения, долл.	4 272,5	25 417,3	22 219,6	23 954,5	19 095,5
Темпы роста ВВП, %	3,0	5,6	5,3	1,9	0,7
Экспорт товаров	3 496,5	287,6	421,1	393,6	185,2
Прямые инвестиции за рубеж, чистый отток	277,9	50,8	24,0	59,9	28,0
Валовое накопление, % ВВП	25,8	34,2	24,7	21,5	23,0
Валовое накопление основного капитала, % ВВП	24,1	33,4	24,4	21,2	23,5
Международные резервы		87,8	104,5	173,1	43,1

При этом темпы экономического роста Японии, значительно опережающие как среднемировые показатели, так и показатели крупнейших западных стран, обусловили ее стремительное восхождение на вершину рэнкингов крупнейших экономик мира (рис. 11). В 1967 году Япония по размеру ВВП обогнала Великобританию, в 1972 году – Германию и быстро сокращала отрыв от США, который с 12-кратного в 1960 году сократился до 1,4-кратного в 1995 году. Япония быстро наращивала свое значение в мировой экономике, пиком которого стала доля в 17,5% мирового ВВП, достигнутая в 1994 году.

⁶⁶ Составлено согласно данным Всемирного банка: World Development Indicators. URL: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.CD&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y# (дата обращения: 11.07.2017).

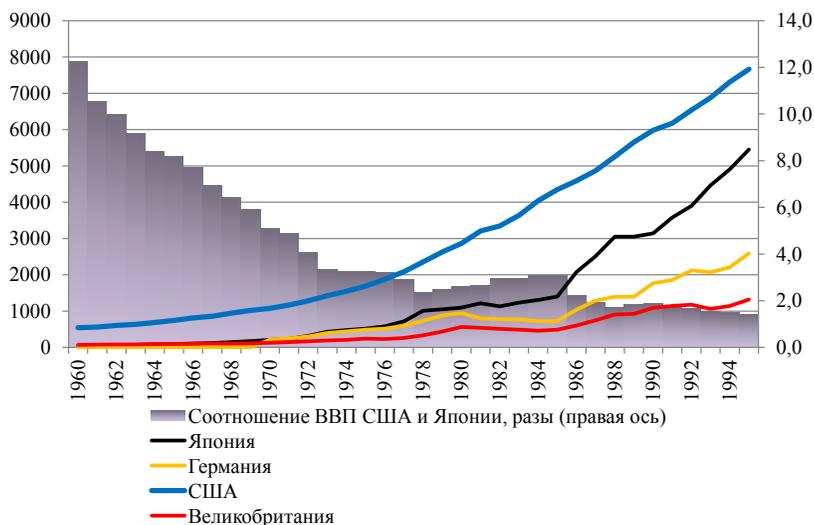


Рисунок 11. Сравнительная динамика ВВП крупнейших капиталистических стран в 1960–1995 годах, млрд долл., если не указано иное⁶⁷

По некоторым позициям в период конца 1980-х – начала 1990-х годов Япония почти догнала или даже опередила США. Так, объем экспорта товаров Японии почти сравнялся с американскими показателями в 1986–1987 годах (211 против 227 млрд долл. и 231 против 254 млрд долл. соответственно), по размеру золотовалютных резервов Япония превзошла США в 1995 году (193 против 176 млрд долл.), в 1992 году Япония стала получать больше доходов из-за рубежа, чем США, выйдя на первое ме-

⁶⁷ Рассчитано согласно данным Всемирного банка: World Development Indicators. URL: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.CD&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y# (дата обращения: 11.07.2017).

сто в мире с показателем 35,6 млрд долл. в год – последнее явление было обусловлено активной инвестиционной экспансией японского бизнеса за границей, что выражалось в том числе и в мировом лидерстве Японии по показателю чистых прямых инвестиций за рубеж в отдельные 1980-е годы.

Еще более впечатляющими были показатели финансовой сферы Японии, переживавшей бум в конце 1980-х годов. Японские банки в 1990 году были крупнейшими в мире. По размеру рыночной капитализации первые шесть из десяти банков мира были японскими (*Industrial Bank of Japan, Fuji, Sumitomo, Dai-Ichi Kangyo, Mitsubishi, Sanwa*)⁶⁸, в первой же десятке по размеру активов японских банков было семь, в том числе первая шестерка также имела японскую принадлежность, хотя несколько иной порядок (*Dai-Ichi Kangyo, Sumitomo, Mitsui Tokyo Kobe, Sanwa Fuji, Mitsubishi*)⁶⁹. Японии в конце 1980-х годов также принадлежало лидерство и в части параметров фондового рынка, по которым она на три года – с 1987-го по 1989 год – потеснила непререкаемого лидера США (табл. 4).

⁶⁸ J.-P. Danthine, F. Giavazzi, X. Vives, E.-L. von Thadden. The Future of European Banking. Monitoring European Integration 9. London, Centre for Economic Policy Research. 1999. P. 2.

⁶⁹ World Banks. Japan Displaces US as World's Top Creditor. US bank assets increase 240 fold as federal spending increases 2800 fold. URL: <http://fathersmanifesto.net/banks.htm> (дата обращения: 11.07.2017).

**Таблица 4. Ключевые параметры финансовой сферы
Японии в сравнении с крупнейшими капиталистическими
экономиками в 1989 году⁷⁰**

	Мир	Япония	Герма- ния	США	Вели- кобри- тания
Денежная масса, % ВВП	94	187	н/д	73	84
Рыночная капитализация мест- ных компаний, % ВВП	72,8	139,6	26,2	59,8	87,9
Рыночная капитализация мест- ных компаний, млрд долл.	11 479	4 260	365	3 382	814
Реальные процентные ставки, % годовых	н/д	3,0	6,9	6,7	5,5
Оборот торговли акциями, % ВВП	44,5	85,5	25,0	41,4	34,3
Оборот торговли акциями, млрд долл.	7 700	2 609	348	2 342	317

В этот период Япония лидировала не только по относительным и даже абсолютным параметрам фондового рынка – капитализации и обороту – но и другим ключевым показателям финансовой сферы, включая объем денежной массы относительно ВВП, и имела минимальные процентные ставки, которыми в значительной мере и был вызван бум финансовой сферы. Этот бум охватывал не только фондовые рынки, но и другие секторы. Хрестоматийным является пример пузыря на рынке недвижимости (особенно офисной) Японии, которая в 1980–1990 годах в среднем выросла в цене в 4,5 раза, земля под строительство подорожала в 7 раз, а стоимость офисной недвижимости Японии

⁷⁰ Составлено согласно данным Всемирного банка: World Development Indicators. URL: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.CD&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y# (дата обращения: 11.07.2017).

в 1990 году превысила цену офисной недвижимости всего остального мира⁷¹.

Таким образом, в период конца 1980-х – начала 1990-х годов японская экономика переживала пик своей значимости в мировой экономической системе и приближалась к абсолютному лидерству, начиная обгонять США по некоторым параметрам. Однако в этот же период проблемы, сформировавшиеся ранее преимущественно в той же финансовой сфере, которая демонстрировала наиболее впечатляющую динамику, проявились в череде кризисных явлений, которые в конечном итоге обусловили долгий период стагнации японской экономики и утрату многих достижений предшествующего периода. Бурный рост, начавшийся в 1950-е годы и длившийся до начала 1990-х годов, сменился длительным периодом стагнации, получившим название «потерянных десятилетий» (усинаварэта нидзю:нэн).

Надо отметить, что «сваливание» японской экономики в стагнацию было не одномоментным, а процессом, растянутым на несколько лет. Отправной точкой этого процесса стало схлопывание пузырей на финансовых рынках, которое началось в январе 1990 года со снижения котировок фондовых рынков, затем перешедшего в обвальное падение. После эскалации финансового кризиса проблемы перекинулись на реальный сектор экономики, однако этот процесс занял несколько лет. В 1990 и 1991 годах экономический рост еще был достаточно интенсивным, составив 5,6 и 3,3%, его остановка произошла только в 1993 году

⁷¹ Л. Альшанский. Пойдет ли мир по японскому пути? Рынок ценных бумаг, август 2010 г. URL: <http://www.rcb.ru/rcb/2010-08/55860/> (дата обращения: 13.07.2017).

(0,2%). Кризисные явления охватывали экономику с разной скоростью. Например, промышленное производство начало снижаться уже с марта 1992 года, тогда как кредитная активность банков еще какое-то время продолжала расти и спад квартальных объемов кредитования нефинансового сектора начался только осенью 1995 года. То есть период постепенного нарастания кризисных явлений длился около пяти лет.

Этот период, включая многообразные проявления кризиса лопнувших финансовых пузырей, подробно освещен во множестве работ авторов всего мира, поэтому в настоящем издании нет необходимости повторять описание событий в японской экономике в начале 1990-х годов. В то же время хотелось бы остановиться на некоторых важных особенностях этого кризиса и его специфике в сравнении с аналогичными проблемами, имевшими место в других странах.

У кризиса японского финансового сектора было две наиболее характерные черты – сильнейший масштаб падения и чрезвычайно длительный период восстановления. Первая особенность часто упоминается в описании лопнувшего пузыря японских финансовых рынков, так как масштаб падения был очень велик. Так, основной фондовый индекс Японии *Nikkei-225* упал с 39 000 пунктов в начале 1990 года до 15 900 пунктов в июле 1992 года, то есть почти в 2,5 раза – беспрецедентное падение для основных индексов развитых стран, с которым может сравниться лишь падение американского фондового рынка вследствие Великой депрессии. Еще сильнее упали цены на недвижимость – по разным ее категориям падение составило 50–90% от

пиковых уровней⁷². В очень тяжелом положении оказался банковский сектор, где произошла череда банкротств, затронувших и крупнейшие банки. Объемы кредитования неуклонно и сильно сокращались с середины 1990-х годов. Представление о масштабах падения ключевых параметров финансовой сферы дают графики рисунка 12.

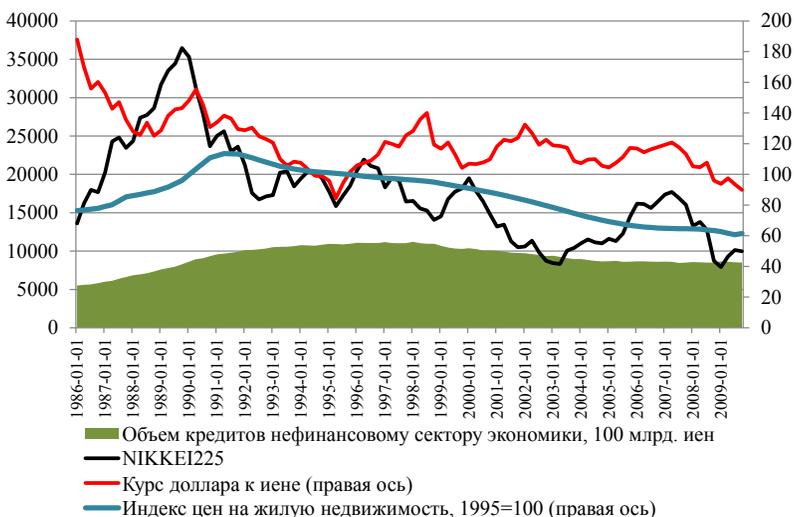


Рисунок 12. Динамика основных параметров финансовой сферы Японии в 1986–2009 годах⁷³

⁷² Л. Альшанский. Пойдет ли мир по японскому пути? Рынок ценных бумаг, август 2010 г. URL: <http://www.rcb.ru/rcb/2010-08/55860/> (дата обращения: 13.07.2017).

⁷³ Рассчитано согласно данным из следующих источников: Long series on total credit to the non-financial sectors. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. URL: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (дата обращения: 14.07.2017); Long-term series on nominal residential property prices. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. URL: http://www.bis.org/statistics/pp_long.htm (дата обращения: 14.07.2017); Nikkei Stock Average, Nikkei 225©, Index, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/NIKKEI225>; Japan / U.S. Foreign Exchange Rate. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXJPUS> (дата обращения: 14.07.2017).

Наиболее впечатляющее падение постигло фондовые рынки – первая волна обрушения индекса *Nikkei-225* в 1990–1991 годах не стала окончанием проблем – индекс продолжал снижение и в дальнейшем, а в 2008 году его значение было в 2 раза ниже, чем в пике падения в 1991 году. Индекс цен на жилую недвижимость также снижался практически без остановок с 1991 года на протяжении двух десятилетий и в результате в 2009 году был почти в 2 раза ниже уровня 1991 года. Два других показателя, приведенных на рисунке 12, некоторое время сохраняли инерционный рост даже в условиях разрастающегося кризиса. Для показателя общего объема кредитов нефинансовому сектору (включающему кредиты как бизнесу, так и домохозяйствам, которые распределялись в 1990 г. в пропорциях порядка 70 на 30%) небольшой рост в 1991–1995 годах объяснялся скорее техническими факторами учета общего объема выданных кредитов на фоне фактического прекращения роста кредитования.

В то же время интересной особенностью японского финансового кризиса первых лет является продолжавшееся укрепление национальной валюты – курс иены не прекращал расти с начала обрушения фондового рынка в 1990 году вплоть до апреля 1995 года и за этот период японская валюта укрепилась относительно доллара почти на 40% (со 131 до 84 иен за доллар). На наш взгляд, отчасти этим фактором обусловлена статистика увеличения общего объема кредитования, часть которого приходилась на валютные кредиты (в начале 1990 г. почти 30% кредитов японских банков приходилось на кредиты в иностранной валюте⁷⁴).

⁷⁴ Locational banking statistics. Updated 6 June 2017. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. URL: <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm> (дата обращения: 17.07.2017).

Поэтому, несмотря на сокращение объемов кредитования в 1991–1993 годах, общий объем кредитов в японской валюте, укреплявшейся в этот же период, даже несколько увеличивался. Снижение курса иены к доллару началось только в середине 1995 года и длилось до середины 1998 года. На протяжении последующих двух десятилетий соотношение японской и американской валют оставалось практически в тех же рамках, которые были заданы этим трехлетним периодом.

Также можно отметить, что именно перепадами курса иены во многом были обусловлены изменения ключевых макроэкономических показателей Японии в рассматриваемый период. В частности, несмотря на обвал финансовых рынков, стагнацию промышленного производства, экономического роста и других важнейших индикаторов, размер ВВП Японии в долларовом выражении продолжал расти в первой половине 1990-х годов и достиг локального пика в размере 5,45 трлн долл. в 1995 году, чем было также обусловлено пиковое значение доли Японии в мировом ВВП, зафиксированное в тот же год. После этого снижение курса японской валюты, наряду с почти прекратившимся ростом экономики на фоне продолжавшегося роста мировой экономики, привело к резкому падению доли Японии в мировом ВВП. Среднее отставание темпов роста ВВП Японии от темпов роста мировой экономики в период с 1992-го по 2016 год составило 1,93 процентных пункта, что обусловило падение доли японского ВВП в мировом с 17,4% в 1995 году до 6,5% в 2016 году. Даже абсолютный размер ВВП 1995 года в долларовом выражении вновь превзойти удалось только в 2010 году, хотя на тот момент этот по-

казатель уже представлял не 17,4% мировой экономики, а всего 8,6%.

Утрата Японией своих позиций наглядно иллюстрирует вторую особенность кризиса японской финансовой системы начала 1990-х годов – очень длительное восстановление ее докризисных параметров, происходившее на протяжении нескольких десятилетий и во многих отношениях не завершившееся до настоящего времени. Так, ни один из параметров, представленных на графиках рисунка 12, до сих пор не вернулся к докризисным уровням. Фондовый индекс *Nikkei-225* по итогам I квартала 2017 года находился на уровне 19 500 пунктов – в 2 раза ниже, чем в январе 1990 года, индекс цен жилой недвижимости также имел двукратно меньшее значение относительно максимума I квартала 1991 года, объем кредитов нефинансовому сектору на начало 2017 года составлял около 80% от уровня середины 1990-х годов.

Аналогичная ситуация и со многими макроэкономическими показателями. Расходы на конечное потребление в 2015 году (3349 млрд долл.) были меньше, чем в 1994 году (3364 млрд долл.), ВВП на душу населения в 2016 году (38 894 долл.) меньше, чем в 1995 году (43 440 долл.), ВДС промышленности в 2015 году (1255 млрд долл.) примерно в 1,5 раза ниже, чем в 1995 году (1875 млрд долл.). Резко ухудшились практически все относительные макроэкономические показатели, благодаря которым Япония совершила рывок в предыдущие десятилетия. Так, валовое накопление сократилось с 34,2% относительно ВВП в 1990 году до 23,9% в 2015 году, валовое накопление основного капитала – с 33,4% ВВП до 23,4%, валовые сбережения – с 32,3% ВВП в 1996 году до 27% в 2015 году.

Столь сильный и долгосрочный шок для финансовой сферы Японии, приведший к беспрецедентному по продолжительности периоду стагнации экономики, был обусловлен формированием чрезвычайно большого пузыря на финансовых рынках – в том, что именно этот фактор является причиной кризиса, в настоящее время существует устойчивый консенсус среди исследователей. Дж. Колombo отмечает среди факторов формирования и краха пузыря «агрессивные спекуляции акциями и недвижимостью, поднявшие цены этих активов к ранее невообразимым уровням»⁷⁵. В свою очередь, в качестве причин этих спекуляций ряд специалистов, например, М. Фудзии и М. Каваи⁷⁶, называют стимулирующие налоговую и монетарную политики, которые проводились в ответ на опасность рецессии из-за сильного укрепления иены вследствие так называемого «Соглашения «Плаза»⁷⁷ и сопровождались ростом инвестиционной привлекательности японской экономики и финансовых активов на фоне роста иены. Многими авторами подписание «Соглашения «Плаза» отмечается как стартовая точка формирования «экономики пузыря» в Японии, то есть укреплению иены отводится одна из ведущих ролей в формировании предпосылок кризиса. Стимулирующая политика Банка Японии, выражавшаяся в постоянном снижении ставок и

⁷⁵ *Jesse Colombo*. Japan's Bubble Economy of the 1980s. URL: <http://www.thebubble-bubble.com/japan-bubble/> (дата обращения: 18.07.2017).

⁷⁶ *Fujii, M., and M. Kawai*. 2010. Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991–2005. ADBI Working Paper 222. Tokyo: Asian Development Bank Institute. Available: <http://www.adbi.org/working-paper/2010/06/29/3922.lessons.japan.banking.crisis.1991.2005>. P. 2.

⁷⁷ Соглашение «Плаза» (Plaza Accord) было подписано в отеле «Плаза» в Нью-Йорке 22 сентября 1985 года Францией, ФРГ, Японией, США и Великобританией с целью девальвации доллара США посредством совместных валютных интервенций, направленной на повышение эффективности валютных рынков.

приведшая к чрезмерной кредитной активности банков, в том числе и на спекулятивных секторах, также закономерно указывается в качестве фактора надувания пузырей по следующей цепочке: «банки начали свободно кредитовать японские фирмы и население, которые приобретали недвижимость, которая увеличивала балансовую стоимость земельных активов. Это создало порочный круг, в котором земля использовалась как обеспечение для получения следующих ссуд, которые затем направлялись на спекуляции с акциями или на новое приобретение недвижимости, что вновь двигало вверх балансовую стоимость и банки продолжали выдавать кредиты под переоцененные земельные залогов»⁷⁸.

Таким образом, ключевым фактором формирования пузырей на финансовых рынках Японии считается монетарная политика центрального банка, обусловившая кредитную экспансию банков, а основными проявлениями этих пузырей – резкий рост цен недвижимости и фондовых активов. Соответственно, падение этих же параметров указывается в качестве причины последующей стагнации японской экономики, длящейся уже третье десятилетие. На наш взгляд, при всей устойчивости данных тезисов, существует необходимость еще раз рассмотреть их в более общем контексте складывавшейся в тот период ситуации в мировой экономике, сравнив соответствующие параметры японской финансовой системы с аналогичными параметрами других ведущих западных стран. В период 1960–1980-х годов не только японская экономика пере-

⁷⁸ ERIC JOHNSTON. Lessons from when the bubble burst. The Japan Times, JAN 6, 2009. URL: <http://www.japantimes.co.jp/news/2009/01/06/reference/lessons-from-when-the-bubble-burst/#.WW3mdoh1uVo> (дата обращения: 18.07.2017).

живала бурный экономический рост и не только японские финансовые рынки росли очень интенсивными темпами, однако в исследованиях природы «японского пузыря» и последующих «потерянных десятилетий», как правило, делается акцент именно на беспрецедентности японских показателей роста, сформировавших пузыри. Тем не менее этот тезис не бесспорен.

В частности, рассматривая считающуюся отправной точкой формирования пузырей либеральную политику центрального банка, можно отметить, что действия Банка Японии того периода шли в русле общемировой тенденции (табл. 5).

Таблица. 5. Изменение процентных ставок центральных банков крупнейших капиталистических экономик в 1980-е годы XX века, % годовых, если не указано иное⁷⁹

	Япония	США	Велико-британия	Германия
Ставка ЦБ на начало 1980 г.	6,25	13,82	17	6
Ставка ЦБ на начало 1988 г.	2,5	6,83	8,375	2,5
Снижение ставки к 1988 г. относительно 1980 г., разы	2,5	2,0	2,0	2,4
Ставка ЦБ на 01.10.1985 г.	5	7,99	11,375	4
Снижение ставки к 1988 г. относительно 01.10.1985 г., разы	2,0	1,2	1,4	1,6

⁷⁹ Составлено согласно данным ФРБ Сент-Луиса: Interest Rates, Discount Rate for Japan; Effective Federal Funds Rate; Interest Rates, Discount Rate for United Kingdom; Interest Rates, Discount Rate for Germany. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXJPUS> (дата обращения: 19.07.2017).

К концу 1980-х годов (когда пришло осознание опасности ситуации на финансовых рынках и начался обратный процесс повышения ставок) параметры снижения ставок Банком Японии практически не отличались от аналогичных мер, принимаемых другими ведущими центральными банками – с 1980-го по 1988 год учетная ставка Банка Японии была снижена в 2,5 раза, что очень незначительно превышало динамику сокращения ставок в Германии (2,4 раза), США и Великобритании (2 раза). После «Совещания «Плаза», которое, напомним, было призвано девальвировать доллар США посредством действий центральных банков ведущих западных стран, с 1 октября 1985 года ставка Банка Японии была снижена более выразительно, чем у коллег из других стран, однако этот разрыв был не столь велик, чтобы предопределить его катастрофические последствия для японских рынков по сравнению с другими странами.

Политика Банка Японии и считающиеся низкими ставки также не привели к выбивающемуся из общей тенденции того периода росту объемов банковских кредитов по сравнению с другими странами. На графиках рисунка 13 приведена сравнительная динамика показателя общего объема кредитов нефинансовому сектору относительно ВВП в Японии и шести других развитых капиталистических государствах в период с 1970-го по 1995 год, из которых видно, что Япония не сильно отличалась от большинства стран в этом отношении.

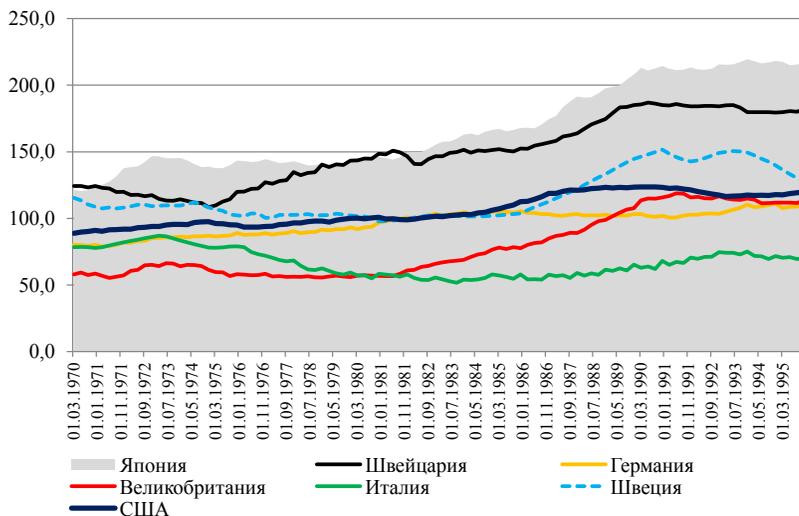


Рисунок 13. Сравнительная динамика общего объема кредитов нефинансовым секторам экономик Японии и некоторых западных стран в 1970–1995 годах, % к ВВП⁸⁰

В отношении же сравнительно большого объема данного показателя, который уже в 1970 году превышал размер ВВП страны, можно отметить, что Япония не была уникальной – Швейцария и Швеция, а позднее США и Великобритания также имели большие уровни данного соотношения, но не испытали столь разрушительных последствий наращивания кредитной активности в нефинансовом секторе. Что же касается собственно этого наращивания, которое, как принято считать, во второй половине 1980-х годов и

⁸⁰ Рассчитано согласно данным Банка международных расчетов: Long series on total credit to the non-financial sectors. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. URL: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (дата обращения: 14.07.2017).

сформировало пузыри на финансовых рынках, то этот тезис не подтверждается. В период с III квартала 1985 года (т.е. после подписания «Соглашения «Плаза») по конец 1989 года – кануна обрушения японского фондового рынка – рост объема кредитов в Японии не превышал аналогичных параметров для многих других стран. В Японии этот рост составил 25%, в Великобритании – 37% (при том, что, как показано выше, ставки Банка Англии были выше японских более чем в 3 раза), в Швеции – 40%, в Швейцарии – 23%. Также в этот период наблюдался рост в США (на 12%), Италии (на 19%) и во Франции (на 12,5%). Единственной страной, где этот показатель не вырос и даже продемонстрировал символическое сокращение на 1%, стала Германия. И это при том, что именно в Германии учетная ставка центрального банка была минимальной в этот период, такой же, как в Японии, или даже ниже в отдельные кварталы 1980-годов. То есть во второй половине 1980-х годов фактически отсутствовала прямая зависимость между учетными ставками центральных банков и динамикой объемов кредитования, что ставит под сомнение общепризнанную версию о факторе мягкой монетарной политики Банка Японии как основном в процессе надувания пузырей на фондовом рынке и рынке недвижимости.

Пузырь на рынке недвижимости Японии, который стал хрестоматийным примером неадекватности цен финансовых активов в разгар спекуляций, также при ближайшем рассмотрении не представляется столь однозначным кризисообразующим фактором. Практически во всех описаниях японской экономики периода формирования пузыря фигурируют цены на коммерческую недвижимость в

крупнейших городах страны, рост которых действительно был примерно десятикратным в течение всего нескольких лет – с 1984-го по 1991 год. Однако цены на жилую недвижимость в целом по стране и непосредственно в период формирования пузыря во второй половине 1980-х годов, а также на более длительных временных отрезках, в частности с 1970-го по 1995 год (рис. 14), росли не быстрее своих аналогов в других развитых странах, а иногда и медленнее.

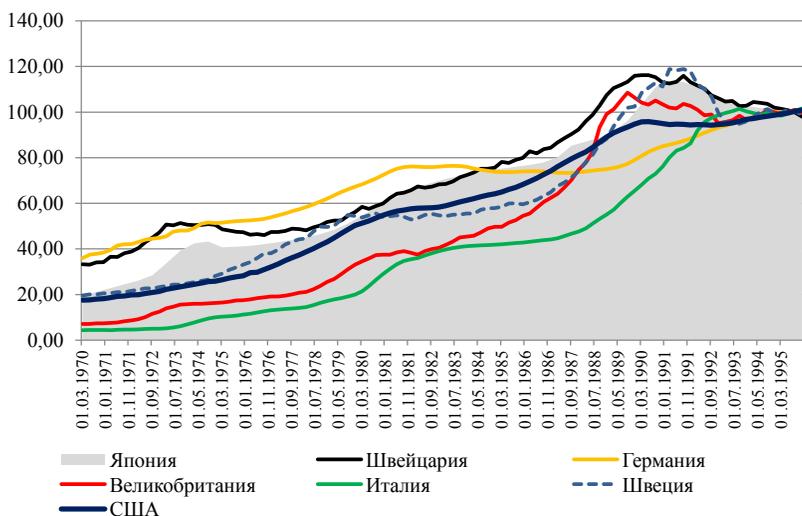


Рисунок 14. Динамика индексных значений цен на жилую недвижимость в Японии в сопоставлении с некоторыми западными странами в 1970–1995 годах⁸¹

⁸¹ Рассчитано согласно данным Банка международных расчетов: Long-term series on nominal residential property prices. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. URL: http://www.bis.org/statistics/pp_long.htm (дата обращения: 14.07.2017).

Более того, в период, считающийся этапом надувания пузыря, после подписания «Соглашения «Плаза», с осени 1985 года по начало 1990 года, рост цен на жилую недвижимость в Японии был меньшим, чем у всех приведенных на рисунке 14 стран, за исключением Германии, и составил всего 31% против 41% в США, 42% во Франции, 47% в Швейцарии, 54% в Италии, 71% в Швеции и 102% в Великобритании. В ФРГ рост цен на жилую недвижимость составил в этот период 7%. Помимо прочего, этот факт еще раз подтверждает тезис о слабой взаимосвязи монетарной политики и надувания пузырей, так как именно у стран с минимальными учетными ставками центральных банков – ФРГ и Японии – в этот период наблюдался минимальный рост цен жилой недвижимости, а максимальным этот рост был в Великобритании, где ставка центрального банка в разы превышала аналоги в Японии и ФРГ. Безусловно, цены коммерческой недвижимости Японии были завышены даже по сравнению с другими ведущими западными странами, но влияние только одного сегмента рынка недвижимости на столь крупную экономику настолько разрушительного характера представляется преувеличением.

Значительно более уместным в качестве фактора формирования «экономики пузыря» представляется фондовый рынок Японии. Рост его капитализации действительно был значительно более интенсивным по сравнению с другими западными экономиками, а резкое ускорение этого роста произошло именно во второй половине 1980-х годов (рис. 15).

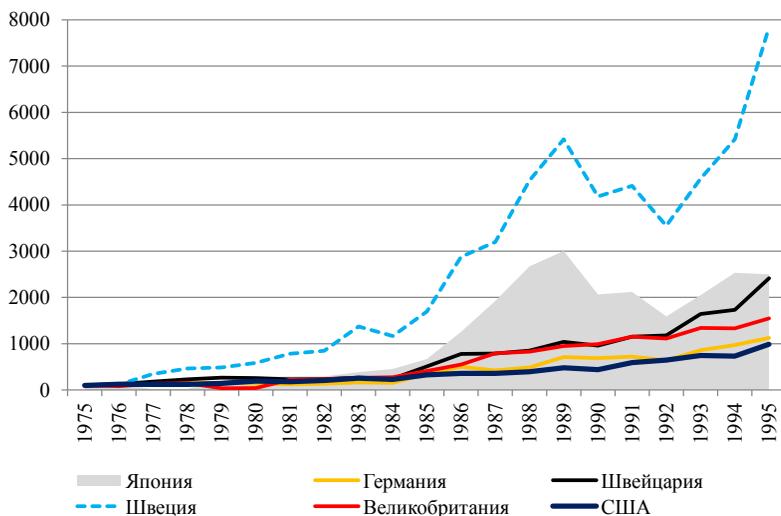


Рисунок 15. Индексные значения капитализации фондовых рынков (1975 г. = 100) Японии и некоторых западных стран в 1975–1995 годах⁸²

Капитализация японского фондового рынка отличалась в это время не только взрывным ростом, но и достижением колоссальных абсолютных значений – выше упоминалось, что к концу 1980-х годов японский фондовый рынок обогнал по абсолютному размеру капитализации непрерываемого лидера – США, а относительный размер капитализации (соотношение с ВВП) в Японии превысил американский аналог почти в 3 раза. Сопоставление динамики капитализации фондовых рынков стран, приведенных на

⁸² Рассчитано согласно данным Всемирного банка: World Development Indicators. URL: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.CD&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&popularitytype=series&ispopular=y# (дата обращения: 11.07.2017).

графиках рисунка 15, также показывает, что в большинстве других стран, где не было такого резкого взлета фондового рынка, также не отмечался и последующий спад вследствие схлопывания пузырей, а единственная страна, где имели место аналогичные японским процессы – Швеция – также испытала сильный спад рынка в те же годы, что и Япония.

Таким образом, именно рост фондового рынка стал единственным параметром из числа называемых в качестве причин и проявлений пузыря, который действительно сильно отличался повышенными значениями от аналогов в других развитых капиталистических странах того периода. Как причины, так и последствия формирования и схлопывания пузыря на фондовом рынке Японии заслуживают более внимательного рассмотрения.

Многие исследователи в качестве частных и более конкретных причин формирования пузыря, помимо общих, рассмотренных выше (монетарная политика, рост кредитования, спекуляции), указывают на существенную роль банков, которые в период формирования пузыря на фондовом рынке выступали не только кредиторами, но и непосредственными участниками и бенефициарами соответствующих процессов. В частности, японские банки сами активно выпускали долевые ценные бумаги. Т. Уоткинс отмечает, что «во время «бычьего» рынка банки выпускали новые акции, которые позволяли им увеличивать свои активы – между 1987-м и 1989 годом городские банки выпустили долевых бумаг на 6 трлн иен»⁸³. При этом специ-

⁸³ *Thayer Watkins*. The Bubble Economy of Japan. San José State University. Department of Economics. URL: <http://www.sjsu.edu/faculty/watkins/bubble.htm> (дата обращения: 20.07.2017).

фическая японская система организации крупного бизнеса в виде групп компаний (кэйрецу), в том числе финансовых, обусловила широкое распространение практики перекрестного владения акциями и кредитования в рамках этих групп, что также способствовало росту котировок и их устойчивости даже в условиях растущей и явной переоцененности японского фондового рынка. Влияние этой модели на рост пузыря отмечал, в частности, К. Вуде применительно к долговому рынку Японии того периода: «покупателями субординированного долга были финансовые дочерние подразделения компаний в банковских группах кэйрецу»⁸⁴.

Влияние банков на формирование пузыря также связывают с их активными заимствованиями на внешних рынках, которые достигли к 1990 году 186 трлн иен. Однако большая часть этих займов (по оценкам Т. Уоткинса, 69 трлн иен⁸⁵) затем использовалась также за рубежом, финансируя масштабные в тот период проекты зарубежной экспансии японского бизнеса, а также создание и содержание крупной зарубежной филиальной сети банков. Отметим, что очень многие зарубежные инвестиции того периода также оказались неудачными, поскольку были сделаны на пике цен соответствующих активов, главным образом недвижимости, и добавили проблем японскому банковскому сектору в 1990-е годы. Высокая роль привлечения иностранного капитала в Японию в качестве причины пере-

⁸⁴ *Christopher Wood*. The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80's and the Dramatic Bust of the '90', The Atlantic Monthly Press, 1992. P. 28.

⁸⁵ *Thayer Watkins*. The Bubble Economy of Japan. San José State University. Department of Economics. URL: <http://www.sjsu.edu/faculty/watkins/bubble.htm> (дата обращения: 20.07.2017).

грева фондового рынка не подтверждается и статистикой инвестиций того периода, поскольку на всем протяжении 1980-х годов отток инвестиций из Японии значительно превышал приток, то есть Япония была нетто-инвестором, а не реципиентом иностранных инвестиций.

Некоторые авторы в числе факторов, способствующих неоправданному росту японского рынка того периода, называют укрепление иены, происходившее после учреждения японско-американской специальной группы по обменному курсу иены, а затем – после подписания «Соглашения «Плаза». Растущий курс иены стал в этом контексте причиной роста привлекательности деноминированных в ней активов и привлекал иностранных инвесторов. Однако эти выводы не подтверждаются ни сравнительной динамикой курса иены и других валют в 1985–1989 годах, ни показателями притока иностранных инвестиций в Японию. Курс иены относительно доллара действительно существенно укрепился в этот период на 48%, однако и другие ведущие мировые валюты демонстрировали сходные параметры роста к доллару – швейцарский франк укрепился на 43%, немецкая марка – на 56%, французский франк – на 40%⁸⁶, но это не привело к бурному росту фондовых рынков соответствующих стран, что было показано выше на рисунке 15.

⁸⁶ Рассчитано согласно данным ФРБ Сент-Луиса: Japan / U.S. Foreign Exchange Rate, Japanese Yen to One U.S. Dollar, Monthly, Not Seasonally Adjusted; U.S. / U.K. Foreign Exchange Rate, U.S. Dollars to One British Pound, Monthly, Not Seasonally Adjusted; France / U.S. Foreign Exchange Rate (DISCONTINUED), French Franc to One U.S. Dollar, Monthly, Not Seasonally Adjusted; Germany / U.S. Foreign Exchange Rate (DISCONTINUED), German Deutsche Marks to One U.S. Dollar, Monthly, Not Seasonally Adjusted; Switzerland / U.S. Foreign Exchange Rate, Swiss Francs to One U.S. Dollar, Monthly, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXJPUS#0> (дата обращения: 19.07.2017).

На наш взгляд, возможности для поведения участников японского фондового рынка, ставшего причиной формирования пузыря, заключаются, прежде всего, в либерализации финансового сектора вследствие реформ первой половины 1980-х годов, рассмотренных в предыдущем разделе. Эта либерализация обусловила расширение возможностей эмиссии собственных ценных бумаг, участия в операциях на фондовом рынке (в 1990 г. 9% акций, имеющих листинг на Токийской фондовой бирже, принадлежало банкам и 13% – страховым компаниям), а также изменение структуры кредитования в пользу сфер, которые стали драйверами надувания фондового пузыря (табл. 6).

**Таблица 6. Изменение объемов выданных кредитов
основным сферам экономики японскими банками
в 1980–1990 годах, 100 млн иен⁸⁷**

	Всего	Производ- ственная сфера	Финансы и страхо- вание	Недвижи- мость	Население
1980	1 557 359	475 424	51 312	90 798	187 217
1981	1 716 445	517 012	65 162	102 212	200 767
1982	1 894 430	552 996	86 838	118 522	211 916
1983	2 085 571	577 466	118 476	139 720	223 719
1984	2 298 380	606 571	153 452	164 567	236 182
1985	2 523 891	636 260	179 019	201 170	257 353
1986	2 745 226	627 300	225 752	266 394	296 198
1987	3 016 882	600 304	287 791	312 464	372 097

⁸⁷ 14–18–a Loans and Discounts Outstanding by Sector (by Type of Major Industries) Banking Accounts of Domestically Licensed Banks (1970–2005). Chapter 14 Finance and Insurance. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm> (дата обращения: 19.07.2017).

Продолжение

	Всего	Производ- ственная сфера	Финансы и страхо- вание	Недвижи- мость	Население
1988	3 240 063	590 851	317 395	358 133	442 297
1989	3 551 163	591 400	367 492	409 857	541 436
1990	3 760 050	591 875	377 002	424 269	611 765
Рост 1990/1980	2,4	1,2	7,3	4,7	3,3
Рост 1990/1985	1,5	0,9	2,1	2,1	2,4

Именно после проведенных реформ, во второй половине 1980-х годов, произошли резкие и быстрые изменения в структуре выдаваемых кредитов. Объем выданных кредитов производственной сфере сократился, тогда как в финансах и операциях с недвижимостью он более чем удвоился, а объем кредитов населению увеличился в 2,4 раза. На десятилетнем отрезке периода с 1980-го по 1989 год разница в темпах роста кредитов представленным категориям заемщиков еще более существенна – кредитование производственной сферы выросло всего на 20%, тогда как кредитование финансовой сферы увеличилось более чем в 7 раз. В результате к 1990 году структура работающих кредитов изменилась очень сильно. Совокупный объем кредитов финансам, недвижимости и населению в 1990 году составлял 38% от общего объема кредитов против 21% в 1980 году и 25% в 1985 году. Очевидно, что значительная часть этих средств, так или иначе, участвовала в формировании пузыря на фондовом рынке – население активно участвовало в приобретении акций, финансовый сектор также был вовлечен в эти операции, а активное кредито-

вание операций с недвижимостью непосредственно влияло на рост ее цен и отражалось на котировках фондового рынка через рост стоимости активов компаний, связанных с этим сектором.

Прирост объема кредитов трех указанных категорий заемщиков в 1989 году, в конце которого капитализация японского фондового рынка достигла пика, относительно уровня 1985 года составил 68,1 трлн иен, или почти 0,5 трлн долл. (средний курс иены к доллару в этот период составлял около 160). Прирост рыночной капитализации японского фондового рынка в этот же период составил 3,3 трлн долл. Взаимосвязь между опережающим кредитованием финансовой сферы и ростом фондового рынка Японии очевидна. При этом роль банков сводилась не только к кредитованию, но и, как упоминалось выше, к наращиванию участия в приобретении акций. По данным Дж. Фрэнкса, К. Майера и Х. Миядзимы, к 1990 году доля банков в акционерном капитале листинговых компаний Токийской фондовой биржи достигла 9,9%, увеличившись с 9,2% в 1982 году, 8% в 1970 году и 6% в 1960 году⁸⁸. При этом в период с 1985-го по 1989 год происходило быстрое нарастание объема акций в активах банков Японии, доля которых выросла с 2,8% в 1986 году до 4,9% в 1991 году, а темпы роста объема акций у банков были практически идентичны темпам роста фондового индекса *Nikkei-225* (рис. 16).

⁸⁸ Julian Franks, Colin Mayer, Hideaki Miyajima. The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century. *The Review of Financial Studies* / v 0 n 0 2014. P. 13.

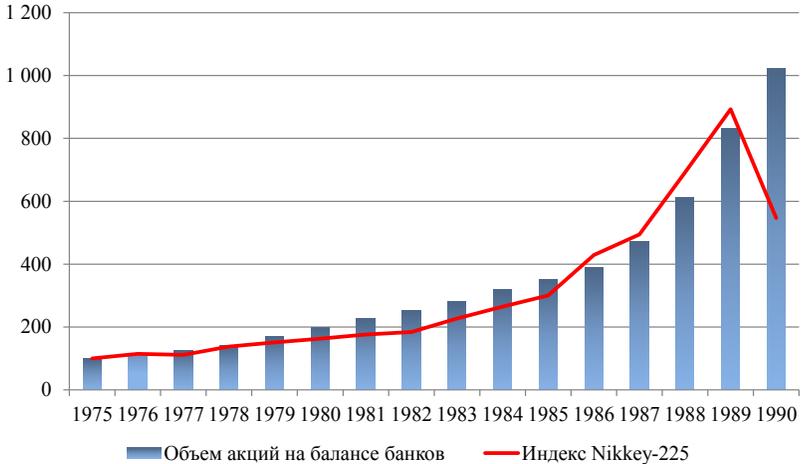


Рисунок 16. Сравнительная динамика изменения индексных значений (1975 г. = 100) фондового индекса Nikkei и объема акций на балансах японских банков⁸⁹

То есть во второй половине 1980-х годов имело место наращивание участия банков в операциях с акциями, которое стало одним из факторов формирования пузыря. В то же время следует отметить, что укрупненная структура распределения акций между основными группами акционеров даже в период формирования пузыря и возникновения масштабных перекосов в финансовом секторе оставалась

⁸⁹ Рассчитано согласно данным из следующих источников: 14-3-a Assets and Liabilities of Domestically Licensed Banks – Banking Accounts (1975–2005). Chapter 14 Finance and Insurance; 14–26 Tokyo Stock Price Index (1st Section) by Industry and Nikkei Stock Average (1968–2004). Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm> (дата обращения: 20.07.2017).

относительно стабильной и практически не изменялась. Согласно данным Н. Синады⁹⁰, в период с 1986-го по 1990 год доли основных групп акционеров японских компаний менялись очень незначительно: доля финансовых институтов выросла с 30,1 до 31,5%, нефинансовых компаний – с 27,1 до 29,4%, иностранных инвесторов – с 1,2 до 1,5% и доля населения снизилась с 29 до 26,8%.

Из изменений структуры основных держателей акций японских компаний следует, что существенными драйверами их роста во второй половине 1980-х годов, надувшими пузырь, стали инвестиции финансовых институтов, нефинансовых компаний и иностранных инвесторов, которые в совокупности увеличили свою долю на 3,4 процентных пункта, или на 6%. Вопрос о том, способен ли был такой рост вложений этих групп инвесторов обеспечить рост рынка до тех поразительно высоких значений, которых он достиг к 1990 году, является дискуссионным, но, так или иначе, других источников роста курса японских акций не просматривается. Известно, что для того, чтобы обеспечить рост акций, не требуется больших вложений. Достаточно относительно скромных по объему операций с весьма ограниченным объемом ценных бумаг в свободном обращении (*free float*), чтобы цена росла и влияла на общую капитализацию компании, всего рынка и производные параметры (в т.ч. стоимость активов финансовых компаний, у которых эти бумаги имеются на балансе или находятся в качестве обеспечения кредитов). Судить об объемах средств, требующихся для изменения котировок

⁹⁰ SHINADA Naoki. Stock Ownership and Corporate Performance in Japan: Corporate governance by institutional investors. RIETI Discussion Paper Series 10-E-005. December 2009. P. 27.

по доступным данным статистики, очень сложно, так как объем торгов может быть никак не связан с объемом притока новых средств и отражать только высокую торговую активность вследствие многократных операций с ограниченным количеством финансовых инструментов. Эта специфика затрудняет оценку того, каким должно было быть и каким было в действительности количество денег, поступавших на японский фондовый рынок в период надувания на нем пузыря.

Соответственно, можно предположить, что даже относительно небольшие масштабы увеличения активности ведущих групп инвесторов были способны оказывать сильное влияние на рост котировок, особенно с учетом очень большого абсолютного объема средств у этих инвесторов. Капитализация фондового рынка Японии в 1985 году составляла порядка 200–220 трлн иен. При этом активы только банковского сектора Японии в том же году измерялись 376 трлн иен при том, что банки владели около 9% акций японского рынка. В этих условиях и с учетом того, что объем акций в свободном обращении, то есть тех, с которыми повседневно совершаются операции на бирже, составляют считанные проценты от их общего количества, даже небольшие покупки только одних банков без участия других крупных групп инвесторов могли обеспечить очень быстрый рост рынка.

В свою очередь, драйверами быстрого роста банковских активов, который в том числе предопределил их разворот к операциям на фондовом рынке в условиях необходимости размещения быстро растущей ликвидности, стал, прежде всего, рост ресурсной базы, основным компонентом ко-

торой выступали депозиты. В период, предшествовавший формированию пузырей, депозиты в банковской системе Японии, во-первых, были очень велики в абсолютном выражении и, во-вторых, очень быстро росли. С 1970-го по 1985 год объем депозитов вырос в 5,7 раз (с 49 до 277 трлн иен). При этом депозиты были основным компонентом пассивной части баланса японской банковской системы – в 1985 году на них приходилось почти 2/3 ее обязательств. Кстати, в этой связи можно отметить, что роль кредитов Банка Японии банкам была очень незначительной – на них в том же году приходилось менее 1% обязательств.

Кроме того, отличительной чертой японской банковской системы, резко выделявшей ее из числа других крупных капиталистических экономик периода, был очень большой размер соотношения депозитов и ВВП (рис. 17). Эта ситуация возникла в 1970-е годы, тогда как еще в 1969–1970 годах соответствующий показатель Японии не отличался от других стран, приведенных на графиках рисунка 15.

Это явление можно рассматривать как поступательное формирование большого объема избыточной ликвидности в японской банковской системе, которая стала своего рода «исходным пузырем», до определенного времени латентным. Но выход этой ликвидности в те или иные секторы финансового рынка был вопросом времени, а фондовый рынок стал наиболее подходящим местом приложения этой ликвидности в силу своего удобства для инвесторов. Сравнивая динамику и относительные параметры депозитов в Японии и в других странах с динамикой фондовых рынков этих же стран, можно легко обнаружить тесную взаимосвязь данных показателей. Бурный рост депозитов

(и, как следствие, активов) в банковской системе наблюдался только в Японии (также был непродолжительный период резкого роста депозитов в Англии, но их размер при этом оставался значительно ниже). И только в Японии произошло надувание фондового пузыря, закончившееся крахом. Таким образом, можно сделать вывод, что основной причиной формирования пузыря на фондовом рынке и в других секторах японской экономики стала в первую очередь избыточная ликвидность банковской системы, обусловленная ростом депозитов.

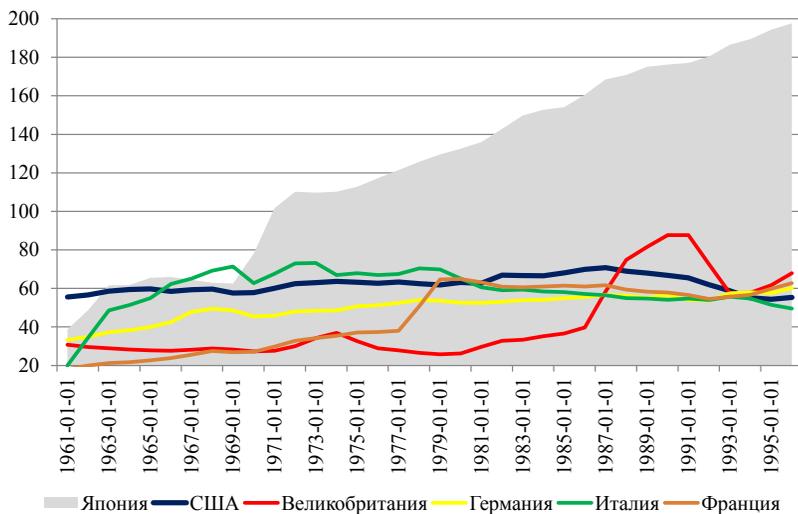


Рисунок 17. Динамика соотношения размеров депозитов в банках и ВВП в 1980–1995 годах, %⁹¹

⁹¹ Рассчитано согласно данным ФРБ Сент-Луиса: Bank Deposits to GDP for United States; Bank Deposits to GDP for Japan; Bank Deposits to GDP for United Kingdom; Bank Deposits to GDP for Germany; Bank Deposits to GDP for Italy. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDO102USA156NWDB#0> (дата обращения: 21.07.2017).

Источником формирования депозитной ликвидности стал, прежде всего, интенсивный экономический рост 1970–1990-х годов, который, наряду с постоянным укреплением иены и ростом экспорта, привел к формированию значительных средств как у бизнеса, так и у населения, часть которых постоянно поступала на депозиты. Напомним, что в период с 1960-го по 1985 год ВВП Японии в расчете на душу населения вырос в долларовом выражении в 24 раза – с 479 до 11 600 долл. И этот бурный рост нашел выражение в очень интенсивном наращивании депозитов в банках всеми видами вкладчиков (рис. 18).

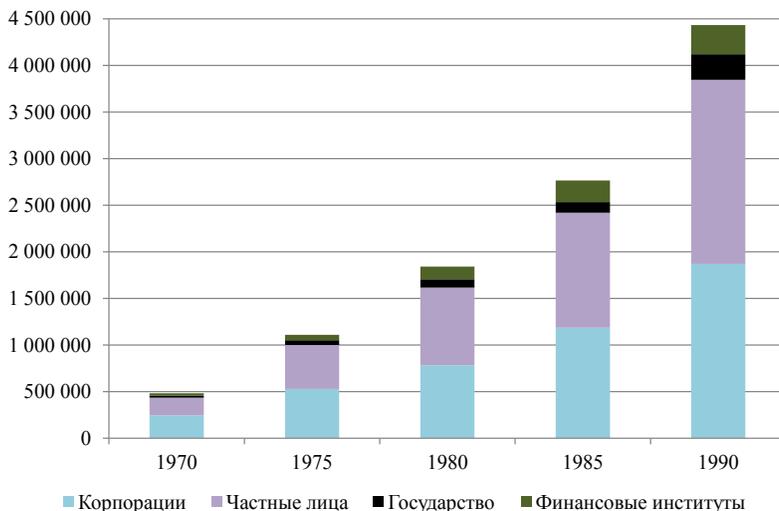


Рисунок 18. Динамика изменения объема и структуры депозитов, размещенных в японских банках в 1970–1990 годах, 100 млн иен⁹²

⁹² Рассчитано согласно данным из следующего источника: 14–4 Amount Outstanding of Deposits by Depositor of Domestically Licensed Banks (F.Y. 1952–2005). Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm> (дата обращения: 20.07.2017).

При этом к 1985 году – началу формирования пузыря – до максимального уровня выросла доля населения в депозитах, составившая 45%. То есть можно сделать вывод, что рост благосостояния населения также стал одним из основных факторов формирования избыточной ликвидности банковской системы и, как следствие, надувания финансовых пузырей.

Также можно отметить, что очень долгое существование этих пузырей во многом было обусловлено японской спецификой корпоративных взаимосвязей, выражающейся в широко распространенном перекрестном владении компаниями и банками акциями друг друга в рамках холдинговых групп кэйрецу. Эта специфика предопределила устойчивость другой стороны процесса ценообразования на фондовом рынке – предложения. В условиях постоянно растущего спроса, взаимное владение акциями аффилированными структурами означало отсутствие предложения, которое в условиях более свободного рынка могло бы вызвать массовые распродажи и коррекцию котировок на «дальних подступах» к пузырю. Однако практически полное совпадение интересов участников рынка по сохранению высоких цен и их дальнейшему росту, обеспечивавшее многие положительные последствия для бизнеса, обеспечивало и сохранение *status quo*, даже при осознании его дисбалансов. А объем акций у условно независимых, сторонних инвесторов, не включенных в межкорпоративные связи и интересы, был слишком мал, чтобы его продажа могла вызвать коррекцию рынка.

Резюмируя вышеизложенное, можно предложить следующее видение основных причин и факторов формирования

к 1990 году в Японии «экономики пузыря» и ее обрушения. Фундаментальной предпосылкой надувания пузыря стал бурный экономический рост, сопровождавшийся быстрым увеличением доходов корпоративного сектора и населения, которые сформировали избыточную ликвидность в банковском секторе. Триггером перетока этой ликвидности на фондовый рынок и в спекуляции с недвижимостью стали реформы финансового сектора Японии в первой половине 1980-х годов, в том числе и под давлением США, которые привели к резкому изменению структуры кредитования и перенаправлению больших объемов банковской ликвидности в финансовую сферу, операции с недвижимостью и ссуды физическим лицам. Эти потоки, возникшие в середине 1980-х годов, сформировали гигантский пузырь на фондовом рынке и в отдельных сегментах рынка недвижимости. При этом разрастание фондового пузыря и его полный отрыв от фундаментальных факторов стал возможен во многом из-за специфики корпоративной организации в форме крупных холдинговых групп с перекрестным владением акциями.

Также считаем необходимым отметить, что влияние ряда факторов, которые традиционно рассматриваются в качестве причин формирования «экономики пузыря», по нашему мнению, было несущественным, а их роль в возникновении кризиса не находит убедительных подтверждений в рамках сравнительного анализа ситуации в Японии и в других развитых западных экономиках. В частности, мягкая стимулирующая политика Банка Японии не могла оказывать приписываемого ей влияния, поскольку такую же политику реализовывали и другие центральные банки, но без послед-

ствий в форме фондовых пузырей. Преувеличением представляется и роль в формировании кризиса пузыря на рынке недвижимости, поскольку темпы роста цен недвижимости в Японии были примерно такими же, как и в других странах. Роль наращивания кредитной активности японских банков также нуждается в уточнении, поскольку в целом она не слишком отличалась от параметров роста кредитов в других странах. Ключевым фактором стало не само по себе наращивание кредитов, а их реструктуризация в пользу непроектных сфер, что предопределило резкое опережение объемов ликвидности в финансах и иных сервисных видах деятельности по сравнению с базовыми отраслями экономики и появление сильных дисбалансов доходности между базовыми и надстроечными сферами. Также не находит подтверждения версия о роли укрепления иены и росте на этой основе инвестиционной привлекательности японских финансовых инструментов, аккумулировавших средства в том числе и иностранных инвесторов. Курс иены в период формирования пузыря укреплялся не сильнее других мировых валют, а роль иностранных инвесторов на японском рынке в тот период была крайне незначительна, поэтому гипотеза о своего рода предтече современных стратегий *carry trade* в середине 1980-х годов неубедительна.

2.2. «Потерянные десятилетия» и утрата мирового лидерства в основных сферах экономики

Финансовый кризис начала 1990-х годов оказал разрушительное воздействие и на нефинансовый сектор эконо-

мики, и на макроэкономические тенденции в целом. Интенсивный рост 1970–1990-х годов сменился стагнацией, растянувшейся на столь же длительный период. Устойчивая и длительная стагнация экономики породила термин «потерянное десятилетие», которым характеризовался посткризисный застой 1990-х годов.

Впервые термин «потерянное десятилетие» (*A Lost Decade*) появился в одноименной работе Ф. Хаяси и Э. Прескотта 2001 года⁹³, рассматривавшей причины и проявления стагнации 1990-х, однако после того, как эта стагнация продолжилась в 2000-е годы, изменился и термин, и теперь данный период рассматривается уже как «потерянные десятилетия». Основным формальным признаком стагнации этого периода являются низкие темпы роста ВВП, который регулярно сменялся спадом. В период с 1991-го по 1999 год средние темпы роста ВВП составили всего 1,2% против 4,6% в 1981–1990 годах, 4,5% в 1971–1980 годах и 9,3% в 1961–1970 годах. При этом в 1998–1999 годах рост ВВП Японии был отрицательным, так же как и в 2008, 2009 и в 2011 годах, а средние темпы экономического роста в период с 1991-го по 2016 год составили 1,0%⁹⁴.

В результате резкого торможения макроэкономической динамики удельный вес Японии в основных мировых показателях постоянно снижался с середины 1990-х годов, и к 2015 году сократился в 1,5–3 раза (рис. 19).

⁹³ Fumio Hayashi, Edward C. Prescott. The 1990s in Japan: A Lost Decade. Review of Economic Dynamics, 5 (1), 2002.

⁹⁴ Рассчитано согласно данным Всемирного банка: World Development Indicators. URL: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.CD&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&popularitytype=series&ispopular=y# (дата обращения: 11.07.2017).

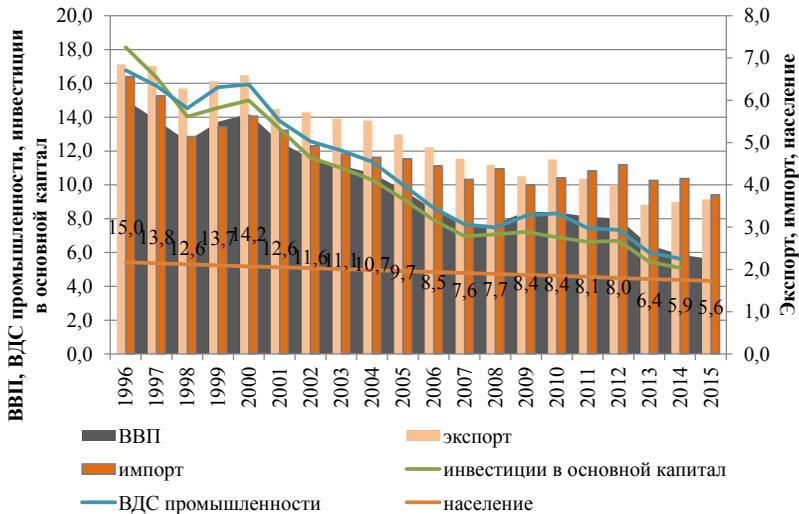


Рисунок 19. Изменение роли японской экономики в мире за последние 20 лет, доля в соответствующих мировых индикаторах, %⁹⁵

Доля Японии в мировом ВВП за эти годы сократилась в 2,7 раза, в мировом экспорте – в 2 раза, импорте – в 1,7 раза, в добавленной стоимости промышленности – в 3 раза, в инвестициях в основной капитал – в 3,6 раза. Последний аспект особенно примечателен, так как именно инвестиции в основной капитал формируют основу будущего экономического потенциала, и их опережающий спад в Японии по сравнению с другими показателями свидетельствует о перспективе дальнейшей утраты конкурентоспособности страны и снижении роли в мировой экономи-

⁹⁵ Рассчитано согласно данным Всемирного банка: World Development Indicators // World DataBank. The World Bank website. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#> (дата обращения: 27.10.2016).

ке. Кроме того, Япония устойчиво снижает и свою долю в мировом населении, которая сократилась за двадцать лет в 1,3 раза, причем в последние годы наблюдается не только относительная, но и абсолютная депопуляция – начиная с 2009 года численность японского населения сокращается и за период с 2008-го по 2015 год уменьшилась более чем на 1 млн человек.

Не только агрегированные параметры, но и показатели деятельности отдельных отраслей также демонстрировали в период «потерянных десятилетий» снижение своего удельного веса в мировом производстве, а иногда – и сокращение абсолютных объемов. Например, такая традиционно ассоциируемая с Японией отрасль, как производство автомобилей, в последние десятилетия не только не увеличила производство на фоне почти двукратного мирового роста, но даже уменьшила его. В 1997 году в Японии было произведено почти 11 млн автомобилей всех типов, что на тот момент соответствовало 21% мирового производства (51,1 млн)⁹⁶. В 2015 году японское производство составило уже 9,278 млн автомобилей (на 15,5% меньше), а мировое – 90,8 млн⁹⁷, то есть доля Японии в мировом автомобилестроении сократилась до 10,2%, или в 2 раза. Безусловно, в данном случае определенную роль сыграла глобализация и такое ее проявление, как интернационализация бизнеса, выражающаяся в переносе производства за рубежи базиро-

⁹⁶ WORLD MOTOR VEHICLE PRODUCTION BY COUNTRY 1997–1998 // 1998 STATISTICS // OICA Statistics. International Organization of Motor Vehicle Manufacturers website. URL: <http://www.oica.net/category/production-statistics/1998-statistics/> (дата обращения: 27.10.2016).

⁹⁷ 2015 PRODUCTION STATISTICS // OICA Statistics. International Organization of Motor Vehicle Manufacturers website. URL: <http://www.oica.net/category/production-statistics/2015-statistics/> (дата обращения: 27.10.2016).

вания ТНК – явления, которые активно развивались именно с начала 1990-х годов, совпав по времени с «потерянными десятилетиями». Вероятно, и высокая конкуренция в производственных сферах с новыми индустриальными странами, и прежде всего с КНР, также сыграла определенную роль в сокращении промышленного потенциала Японии, однако эта роль все же была, по нашему мнению, второстепенной, тогда как основные причины прекращения экономического роста лежат все же в особенностях национальной хозяйственной системы.

В период с начала 1990-х годов по настоящее время Япония утрачивала многие особенности своей экономической модели, которые обеспечили ей прорыв в число мировых лидеров в 1960–1980-е годы за счет интенсивного роста. Эта утрата привела в том числе и к заметному изменению структуры ВВП, выразившемуся, прежде всего, в процессах деиндустриализации, начавшихся в 1980-е годы и продолжившихся в 1990-е годы сокращением удельного веса всех производственных отраслей (включая строительство, сельское хозяйство и пр.). Доля обрабатывающей промышленности, достигавшая в 1960–1970-е годы 35–36% ВВП, сократилась к середине 10-х годов XXI века до 18%. Сельское хозяйство, которое даже после завершения процессов послевоенной урбанизации, уже в условиях развитой индустриальной экономики 1970–1980-х годов, формировало 4–5% ВВП, сократило свой удельный вес. Строительство, после краха пузырей на рынке недвижимости в начале 1990-х годов, также быстро уменьшало вклад в ВВП с 10% до 5,5–6% (рис. 20).

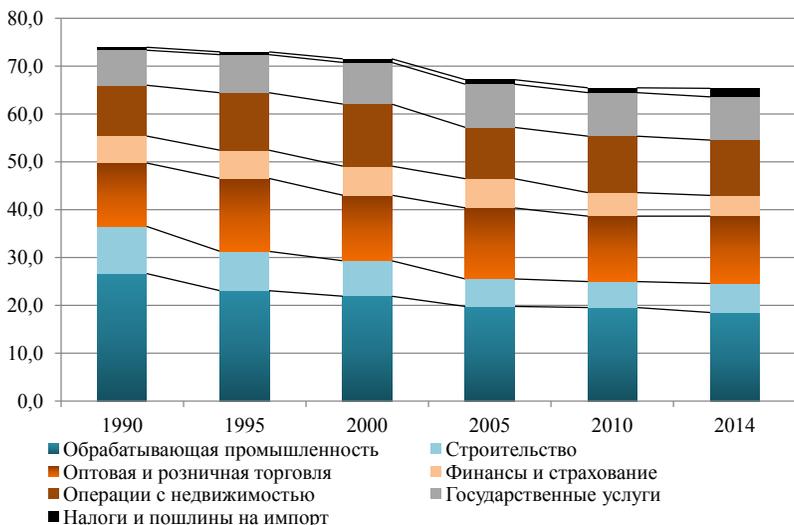


Рисунок 20. Изменение долей некоторых основных видов деятельности в структуре ВВП Японии в 1990–2014 годах, %⁹⁸

На этом фоне, даже в 1990-е годы, в условиях жесточайшего финансового кризиса продолжали расти доли в ВВП финансовой сферы и операций с недвижимостью, совокупный удельный вес которых к 2000 году достиг 18,1%. Также продолжала увеличиваться доля торговли. То есть Япония фактически лишилась той структуры экономики, которая в свое время обеспечила ей стремительный рост и вхождение в число мировых лидеров за счет индустри-

⁹⁸ Рассчитано согласно данным из следующих источников: Gross Domestic Product Classified By Economic Activities (At Current Prices). JAPAN STATISTICAL YEAR-BOOK 2017. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/nenkan/66nenkan/index.htm> (дата обращения: 25.07.2017); 3–21 Gross Domestic Product classified by Economic Activities. Historical Statistics of Japan. Chapter 3 National Accounts. Statistic Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/03.htm> (дата обращения: 25.07.2017).

ализации (и, как следствие, многократного роста производительности труда), роста экспорта, увеличения благосостояния населения и формирования мощного внутреннего спроса.

Взгляды экономистов на причины затяжной стагнации японской экономики расходятся и охватывают практически весь спектр проблем, которые можно увязать с замедлением макроэкономической динамики. Авторы термина «потерянное десятилетие» Ф. Хаяси и Э. Прескотт выделяют в числе этих причин сокращение рабочей недели с 44 часов в 1988 году до 40 часов в 1993 году в результате реформы трудового законодательства конца 1980-х годов⁹⁹. Многие исследователи отмечали в этом качестве неэффективную политику государственных ведомств в период застоя, на-иболее критикуемыми из которых закономерно являются Министерство финансов (обвиняемое в неверной налоговой и бюджетной политике) и Банк Японии (неадекватная монетарная политика). Этой точки зрения придерживались, в частности, Т. Ихори, Т. Накадзато, М. Каваде¹⁰⁰, а также многие другие авторы, чаще всего критиковавшие политику центрального банка, ответственного за состояние финансовых рынков, пузыри на которых привели к кризису. С другой стороны, многие авторы оправдывали меры и политику, проводившуюся в тот период японскими государственными органами, отмечая сложность проблем, с которыми столкнулась экономика страны. П. Кругман, в частности, обосновывал эти трудности тем, что монетар-

⁹⁹ *Fumio Hayashi, Edward C. Prescott. The 1990s in Japan: A Lost Decade. Review of Economic Dynamics, 5 (1), 2002. P. 6.*

¹⁰⁰ *Toshihiro Ihori, Toru Nakazato, Masumi Kawade. Japan's Fiscal Policies in the 1990s. The World Economy. Volume 26. Issue 3. March 2003. Pp. 325–338.*

ные власти Японии столкнулись с ловушкой ликвидности¹⁰¹, то есть с фактической недееспособностью монетарных мер регулирования.

Не все эти мнения согласуются с общим контекстом экономической ситуации как в Японии, так и в мире того периода. В частности, трудно согласиться с тезисом, что на стагнацию повлияло сокращение длительности рабочей недели в конце 1980-х – начале 1990-х годов, хотя это сокращение очень сильно коррелировано с показателем ВВП на душу населения. Но, рассматривая длительность рабочего времени того периода, во-первых, нельзя не отметить, что тенденция его сокращения не была чисто японским явлением, напротив, она наблюдалась практически повсеместно в развитых странах, но в других экономиках не было аналогичных «потерянных десятилетий». Кроме того, тенденция сокращения рабочего времени в Японии началась не в конце 1980-х, а значительно раньше и, более того, именно в период наиболее интенсивного экономического роста в 1960–1970-е годы сокращение рабочего времени шло гораздо быстрее, чем в предкризисные 1980-е годы. Так, в обрабатывающей промышленности среднее количество рабочих часов в месяц в 1960-е годы сократилось на 8,2% (с 207 час. в 1960 г. до 190 час. в 1969 г.), в 1970-е годы – на 5,1% (со 187,4 час. в 1970 г. до 177,9 час. в 1979 г.), тогда как в 1980-е годы этот показатель практически не изменился, составив в 1989 году 179,3 часа. В 1990-е годы сокращение продолжилось – на 8,3% за десятилетие, однако это снижение было практически таким же, как и в 1960-е годы, когда экономиче-

¹⁰¹ *P. Krugman. It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. Brookings Papers in Economic Activity. Pp. 137–87.*

ский рост был очень интенсивным. Таким образом, фактор сокращения продолжительности рабочей недели не может рассматриваться в числе основных причин экономического застоя, начавшегося в 1990-е годы.

На наш взгляд, исходя из проведенного в предыдущих разделах анализа причин роста японской экономики и факторов формирования предпосылок кризиса в конце 1980-х годов, наиболее вероятные причины длительного застоя в экономике имеют ту же природу, что и факторы ее роста, но с обратным знаком. И эти причины, по нашему мнению, кроются, прежде всего, в финансовых особенностях экономической модели Японии как на этапе ее бурного роста, так и в период формирования «экономики пузыря» и последующей стагнации.

Основными факторами роста японской экономики в 1960–1980-е годы стали стимулирующая («активистская») монетарная политика, включающая такие нетрадиционные инструменты, как рacionamento кредита (мадогути сидо) и кредиты специализированных государственных банков, наращивание бюджетных расходов, налоговые стимулы. Однако постепенно под влиянием различных обстоятельств эта политика менялась и активная роль государства в стимулировании экономики уменьшалась либо даже трансформировалась в результате реформ в противоположном направлении. Как следствие, начиная с 1980-х годов, те особенности государственного регулирования, которые обеспечили ускоренное развитие японской промышленности как основы экономического роста, нивелировались, что привело к отмеченному выше сокращению роли обрабатывающей промышленности в экономике, росту непроизводственных

видов деятельности, некоторые из которых приобрели спекулятивную окраску и вызвали формирование финансовых пузырей. На рисунке 21 приведены графики изменения основных показателей, характеризующих использование государственных экономических стимулов в период с 1965-го по 2005 год, движение индексных значений которых в сопоставлении с динамикой ВВП позволяет проследить эволюцию роли государства в экономическом росте на всех основных этапах – в период интенсивного роста 1960–1980-х годов, во время формирования и схлопывания финансовых пузырей и в период последующей стагнации.

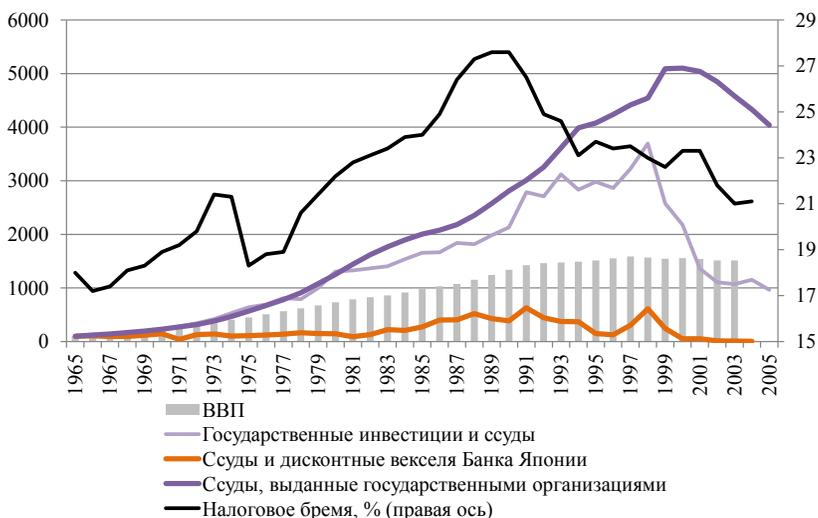


Рисунок 21. Основные параметры использования государственных финансовых рычагов в Японии в 1965–2005 годах, индексные значения (1965 г. = 100), если не указано иное¹⁰²

¹⁰² Рассчитано согласно данным из следующих источников: 3-3-а Gross Domestic Product Classified by Economic Activities (Major Industry Group); 5-10-а Fiscal Invest-

На рисунке 21 представлены (помимо ВВП) графики изменения следующих показателей.

Налоговое бремя, рассчитанное как отношение общего объема собранных налогов к национальному доходу, при этом около трети налогов в Японии приходится на местные налоги и около двух третей – на национальные налоги. Как видно из графика, налоговое бремя начало расти в 1980-е годы и достигло пика в 1990-м году – году формирования фондового пузыря и пузыря недвижимости. Отчасти этот пик связан именно с ростом стоимости недвижимости и фондового рынка, поскольку размер некоторых налогов непосредственно определялся стоимостью облагаемых ими активов, и последующий спад налогового бремени также был обусловлен падением цен недвижимости и акций. Однако рост налогового бремени, который с 1975-го по 1990 год составил более 50%, был вызван не только этими факторами, но и отказом от выраженного налогового стимулирования экономики, имевшего место в 1960–1970-е годы. В частности, с середины 1970-х до середины 1980-х годов происходил рост ставок корпоративного подоходного налога, что привело и к росту совокупного налогового бремени, и к замедлению деловой активности еще до периода формирования «экономики пузыря» во второй половине 1980-х годов, обусловившего всплеск налогового бремени из-за роста стоимости налогооблагаемых активов.

ment and Loans – Financial Resources (F.Y. 1955–2000); 5-5 Taxes and Ratio of Tax Burden (F.Y. 1955–2004); 14-13 Loans and Discounts Outstanding of Government Related Organizations (1965–2005); 5-10-a Fiscal Investment and Loans – Financial Resources (F.Y. 1955–2000); 5-10-b Fiscal Investment and Loans – Financial Resources (F.Y. 2001–2005). Historical Statistics of Japan. Chapter 3 National Accounts. Statistic Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/03.htm> (дата обращения: 26.07.2017).

Государственные инвестиции и ссуды объединяют общий объем средств из непосредственно государственных источников финансирования, в том числе и со специальных счетов для промышленных инвестиций, почтовой сберегательной системы, государственной пенсионной системы, которыми управляет Бюро трастового фонда, гарантированных государством долговых инструментов и пр. Основным источником государственных инвестиций до 2001 года выступали средства в управлении Бюро трастового фонда (*Trust Fund Bureau*), на которые в рассматриваемый период приходилось порядка 70–80% общего объема государственных инвестиций и ссуд. В апреле 2001 года была проведена реформа японской системы управления государственными инвестициями¹⁰³ (загронувшая и программу *FILP*), в результате которой Бюро трастового фонда было упразднено, а средства, которыми ранее управляло Бюро, были переформатированы и объединены в рамках государственных ссуд (*fiscal loan*). Государственные ссуды формировались преимущественно (в 2005 г. – на 90%) средствами Фонда государственных ссуд (*Fiscal Loan Fund*), который стал своеобразным преемником *Trust Fund Bureau*, а также средствами двух почтовых фондов – сберегательного и страхования жизни. Эти средства формировали большую часть финансовых ресурсов программы государственных инвестиций *FILP* – в последние годы на них приходится около 2/3 годового бюджета программы и около 90% общего объема выпущенных ссуд¹⁰⁴. Также можно отметить, что

¹⁰³ *Toshiki Tomita*. Reform of Japan's Fiscal Investment and Loan Program. Capital Research Journal Vol. 3 N 1.

¹⁰⁴ Summary of the Fiscal Loan Fund Management Report for FY 2015. July 26, 2016. Financial Bureau, Ministry of Finance. URL: http://www.mof.go.jp/english/filp/management_report/mr2015.pdf (дата обращения: 27.07.2017).

у этой программы имеются две примечательные особенности, характеризующие ситуацию и в японской экономике в целом, и в государственном стимулировании ее развития путем финансовых вливаний.

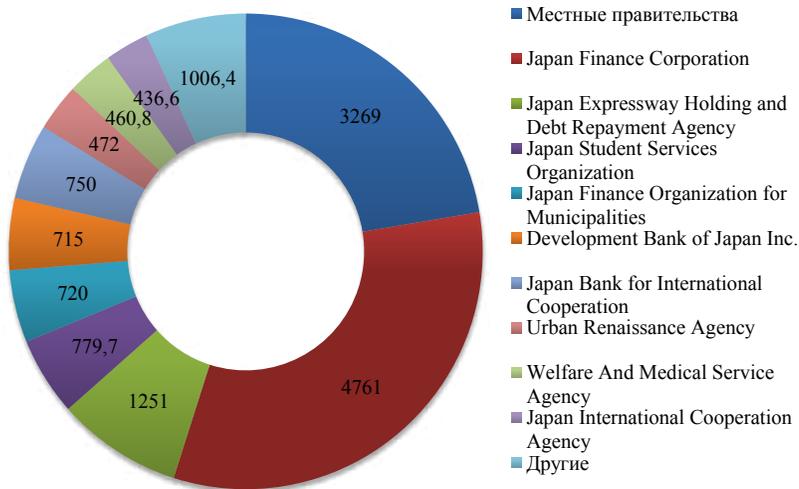
Во-первых, постоянно происходит сокращение объема выделяемых в рамках *FILP* в целом и через *Fiscal Loan Fund* в частности – если в 2000 году объем финансирования через *FILP* составлял 36 602 млрд иен, то в 2015 году он сократился до 11 904 млрд иен, то есть в 3 раза.

Во-вторых, в рамках программ государственных инвестиций не осваиваются очень значительные объемы средств (чем, очевидно, отчасти объясняется и сокращение объемов финансирования), причем эта ситуация стабильна и не меняется в течение последних 15 лет. Так, в 2000 году было освоено 25,4% выделенных по программе *FILP* средств (9,3 трлн иен из 36,6 трлн), в 2015 году – 26,1% (3,1 трлн иен из 11,9 трлн)¹⁰⁵. Структура расходов по программе *FILP* представлена на диаграмме рисунка 22.

Большая часть финансирования предоставляется местным правительствам и Японской финансовой корпорации (*Japan Finance Corporation*), которая, в свою очередь, выделяет средства для микробизнеса и индивидуального предпринимательства, малого и среднего бизнеса, сельского хозяйства, операции на продвижение отдельных видов бизнеса и операции содействия антикризисным мерам. Остальные средства идут на различные программы, не всегда направленные на активизацию производства товаров и услуг. То есть не все финансирование, предоставляемое по программе *FILP*, идет непосредственно на стиму-

¹⁰⁵ Ibid.

лирование бизнеса и содействие экономическому росту, но в любом случае эти ссуды и инвестиции увеличивают совокупный спрос в японской экономике, способствуя ее развитию. Однако динамика их предоставления в период «потерянных десятилетий» сокращалась, особенно сильно – с конца 1990-х годов, и этот курс противоположен тому, который реализовывался в период интенсивного роста. В период с 1960-го по 1990 год объем ежегодных государственных инвестиций вырос в 79 раз – с 625 млрд иен до 49,5 трлн иен.



**Рисунок 22. Структура финансирования по плану
FILP на 2015 финансовый год, млрд иен¹⁰⁶**

¹⁰⁶ Рассчитано согласно данным из следующего источника: Summary of the Fiscal Loan Fund Management Report for FY 2015. July 26, 2016. Financial Bureau, Ministry of Finance. P. 3. URL: http://www.mof.go.jp/english/filp/management_report/mr2015.pdf (дата обращения: 27.07.2017).

Аналогичные тенденции имели место и в части кредитов Банка Японии, объем которых увеличивался с 1960-х годов вплоть до кризиса 1990 года, а затем сначала произошло его уменьшение, а впоследствии и обнуление в середине 2000-х годов.

Пожалуй, единственным финансовым рычагом государственного происхождения, продолжавшим оказывать стимулирующее воздействие на японскую экономику в 1990-е годы, остались займы государственных финансовых институтов. В число этих институтов входят Банк развития Японии (*Development Bank of Japan*), Японский банк международного сотрудничества (*Japan Bank for International Cooperation*), Национальная корпорация по страхованию жизни (*National Life Finance Corporation*), Корпорация жилищного кредитования (*Housing Loan Corporation*), Финансовая корпорация сельского, лесного хозяйства и рыболовства (*Agriculture, Forestry and Fisheries Finance Corporation*), Японская финансовая корпорация для малого бизнеса (*Japan Finance Corporation for Small Business*), Японская финансовая корпорация для муниципальных предприятий (*Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises*) и ее подразделение по страхованию кредитов (*Credit Insurance Accounts of Japan Small and Medium Enterprise Corporation*), а также Финансовая корпорация развития Окинавы (*Okinawa Development Finance Corporation*). Объем совокупных займов этих организаций продолжал расти вплоть до 2000 года, после чего начал сокращаться. Однако и в этом случае наиболее интенсивный рост пришелся на период интенсивного развития японской экономики – с 1965-го по 1984 год объем кредитов госу-

дарственных финансовых институтов вырос в 20 раз, тогда как в период первого «потерянного десятилетия» с 1991-го по 2000 год он увеличился всего в 1,7 раза¹⁰⁷.

Наконец, и собственно расходы государственного бюджета, которые также были одним из драйверов интенсивного экономического роста в 1960–1970-е годы, также прекратили оказывать стимулирующее воздействие на бизнес-активность. Основным источником бюджетного финансирования – расходы на так называемые «государственные работы» (*public works*) с 1993 года начали снижаться даже в абсолютном выражении, что происходило на фоне роста расходов бюджета в целом. Соответственно, доля государственных работ в расходах бюджета стремительно сокращалась (рис. 23) и упала с 1993-го по 2010 год почти в 3 раза – с 28,8 до 10,8%.

Эта ситуация резко контрастирует с бюджетной политикой периода интенсивного роста 1960–1970-х годов, когда данные расходы находились на высоком уровне, составляя в среднем около четверти государственного бюджета и выступая, наряду с другими государственными инвестициями, в качестве мощного драйвера экономического роста.

¹⁰⁷ 14–13 Loans and Discounts Outstanding of Government Related Organizations (1965–2005). Historical Statistics of Japan. Chapter 3 National Accounts. Statistic Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/03.htm> (дата обращения: 26.07.2017).

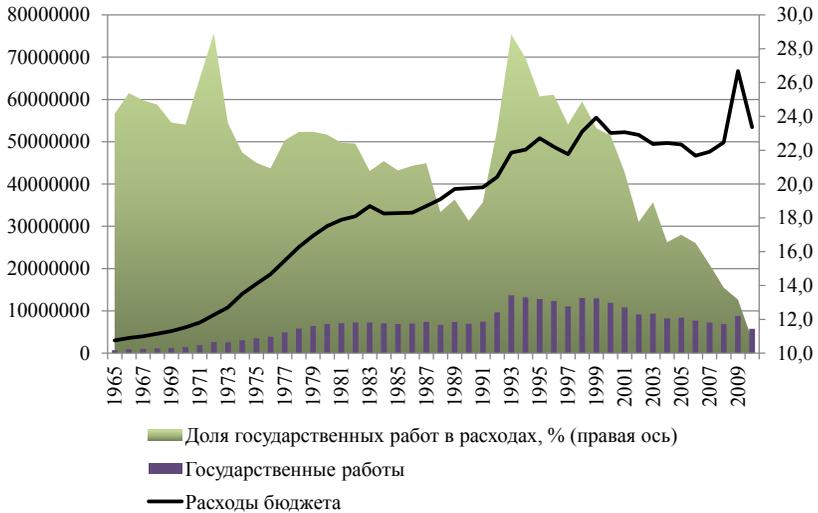


Рисунок 23. Динамика объема бюджетных расходов на государственные работы в 1965–2010 годах¹⁰⁸

Таким образом, в период «потерянных десятилетий» японская экономическая политика фактически перестала использовать те методы и инструменты, которые во многом обеспечили рывок 1960–1980-х годов. Прекращение государственных инвестиционных программ и иных видов финансирования в этот период было вызвано не только изменениями в подходах к реализации экономической политики (которые также имели место), но и деградацией государственных финансов, проявившейся в резко возросших объемах государственных заимствований, расходов на обслуживание государственного долга и бюджетного дефицита.

¹⁰⁸ Рассчитано согласно данным из следующего источника: General Account Expenditures by Function // Statistics & Data (As of June, 2010). Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/statistics/201006/index.html> (дата обращения: 27.07.2017).

ГЛАВА 3. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ КАК СИСТЕМНАЯ ПРОБЛЕМА ЯПОНСКОЙ ЭКОНОМИКИ В XXI ВЕКЕ

3.1. Деградация государственных финансов: ретроспективный анализ факторов и тенденций

Государственный долг в настоящее время является, пожалуй, наиболее острой проблемой Японии экономического характера, и острота этой проблемы постоянно нарастает. Относительный размер государственного долга (в процентах к ВВП) в Японии находится на запредельных для развитых стран уровнях уже длительное время и значительно превышает аналогичный показатель даже у самых финансово неблагополучных стран Евросоюза, включая хронически проблемную Грецию. В XXI веке этот показатель устойчиво рос с отметки порядка 140% и к 2016 году составлял, по разным оценкам, от 230 до 250%¹⁰⁹. Среди стран «большой семерки» Япония является безусловным лидером по относительному размеру государственного долга (рис. 24).

¹⁰⁹ Расхождение в оценках данного параметра вызвано тем, что состав финансовых инструментов, которые могут быть отнесены к государственному долгу в Японии, весьма широк и их включение в состав общего объема отличается у разных организаций, составляющих соответствующую статистику.

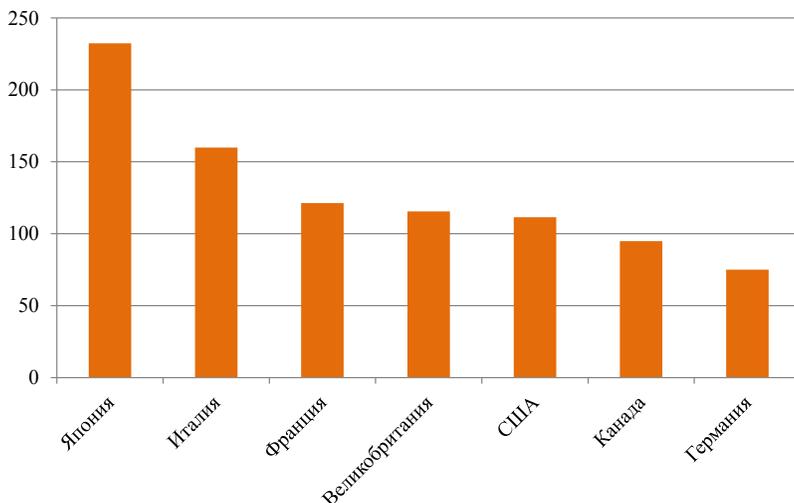


Рисунок 24. Соотношение государственного долга и ВВП у стран G7 по итогам 2015 года¹¹⁰

На остроту проблемы гипертрофированного государственного долга Японии уже длительное время указывают самые разные эксперты, включая представителей академических кругов, финансовых аналитиков, экспертов международных организаций и пр. Международный валютный фонд (МВФ) регулярно указывает в своих страновых отчетах по Японии, что «государственный долг неустойчив при текущей политике»¹¹¹, прогнозируя его рост

¹¹⁰ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 38. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

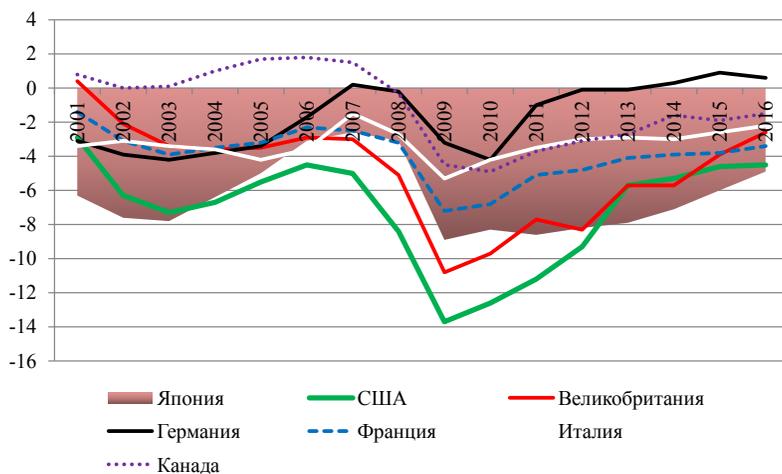
¹¹¹ Japan. 2016 article iv consultation-press release; and staff report. IMF Country Report N 16/267. P. 48. August 2016. International Monetary Fund, Washington, D.C. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16267.pdf>.

к 2030 году до уровней в 280–300% ВВП. Отмечая, что соотношение долга и ВВП превысило 100% еще в 1990-е годы, аналитики банка *Societe Generale* характеризуют Японию как «страну с самым большим долгом в мире, опережающую периферийные страны еврозоны»¹¹². На угрозу срыва долговой проблемы в неуправляемый режим при текущих размерах долга обращают внимание многие специалисты. Так, бывший главный экономист МВФ О. Бланшар отмечает, что государственный долг Японии, который в 2016 году достигнет 250% ВВП, под воздействием нулевых ставок может «сорваться вверх по неустойчивой траектории»¹¹³.

Гипертрофированный размер государственного долга является как следствием, так и причиной проблем в бюджетном процессе страны, хронического бюджетного дефицита, в совокупности с которым сформировался замкнутый круг взаимного влияния, порождающего рост этих параметров. Хроническая дефицитность бюджета, причем на больших уровнях, также существенно превышающих аналоги развитых стран (рис. 25), обуславливает неуклонное увеличение размера государственного долга, за счет которого финансируется дефицит.

¹¹² Rising public debt in Japan: how far is too far? ECONOTE. Societe Generale Department of Economic Studies, # 21, November 2013. P. 1. URL: https://www.societegenerale.com/sites/default/files/documents/Econote/131121%20EcoNote_21_Japon_EN.pdf.

¹¹³ Olivier Blanchard eyes ugly 'end game' for Japan on debt spiral. The Telegraph. 11 APRIL 2016. URL: <http://www.telegraph.co.uk/business/2016/04/11/olivier-blanchard-eyes-ugly-end-game-for-japan-on-debt-spiral> (дата обращения: 04.11.2016).



**Рисунок 25. Сравнительная динамика размеров
бюджетного дефицита стран G7 в 2001–2016 годах¹¹⁴**

На протяжении большей части первых 15 лет XXI века дефицит бюджета Японии находился в интервале 6–9% ВВП, то есть на уровнях, которые для других развитых стран являлись экстремальными и стали следствием острейшего кризиса 2008–2009 годов. Очевидно, что столь чрезмерные параметры как государственного долга, так и бюджетного дефицита, наблюдавшиеся в Японии уже с начала XXI века, явились результатом хронических и длительных проблем в области государственных финансов. В числе основных проблем, которые привели к росту дефицита государственного бюджета и стали основным факто-

¹¹⁴ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 7. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

ром наращивания государственного долга, обычно называется экономическая стагнация, а также поступательное увеличение расходов на социальное обеспечение, ставшее, в свою очередь, следствием старения населения. В частности, Т. Клитгаард и Г. Уилер отмечают, что причиной увеличения бюджетного дефицита стало «драматическое замедление экономического роста, который упал с 4,5% в 1980-е годы до 1,5% в 1990-е»¹¹⁵. Министерство финансов Японии, комментируя рост эмиссии государственных облигаций, делает основной акцент на быстром увеличении расходов на социальные цели, «ставшие результатом старения японского общества»¹¹⁶.

На наш взгляд, эти два фактора не могут быть основной причиной наращивания государственного долга столь интенсивного характера и до таких высоких уровней. Так, динамика социально-демографических факторов слишком растянута во времени и не может требовать резкого увеличения эмиссии государственных облигаций, поскольку процесс старения населения имеет плавный характер и несопоставим по своим темпам с приростом государственного долга Японии, который вырос почти в 2 раза в период с 2000-го по 2015 год. Что же касается замедления экономического роста, то этот фактор проявился в японской экономике с начала 1990-х годов, тогда как в предыдущие три десятилетия темпы роста были высокими и опережали

¹¹⁵ *T. Klitgaard, H. Wheeler.* The Rapidly Changing Nature of Japan's Public Debt. Federal Reserve Bank of New York // Liberty Street Economics, JUNE 22, 2016. URL: <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2016/06/the-rapidly-changing-nature-of-japans-public-debt.html> (дата обращения: 04.11.2016).

¹¹⁶ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 9. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

среднемировые, однако и на этом фоне Япония начала быстро наращивать свой государственный долг за счет скачкообразного увеличения эмиссии облигаций (рис. 26).

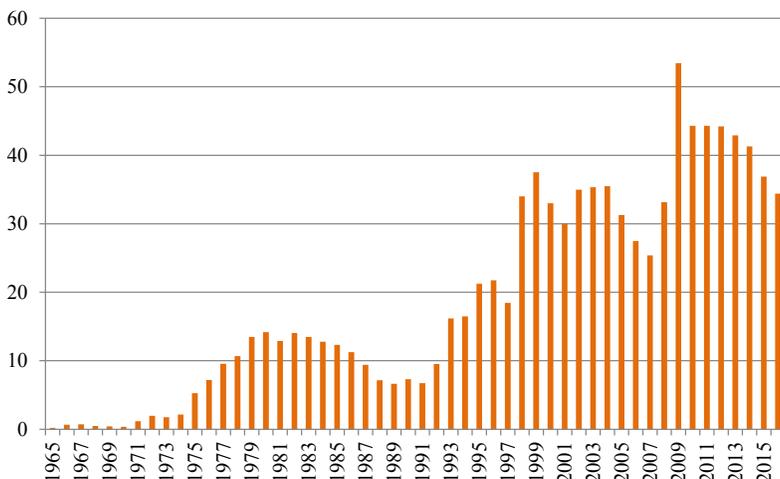


Рисунок 26. Объем годового выпуска государственных облигаций Японии, трлн иен¹¹⁷

1990-е годы, на которые пришлась экономическая стагнация и старение населения, были не первым этапом резкого роста государственного долга, а темпы его прироста в этот период были менее интенсивными, чем в 1970-е годы. Так, с 1990-го по 1999 год объемы годового выпуска государственных облигаций увеличились в 5,4 раза (с 7 до 38 трлн иен), а с 2000-го по 2009 год – в 1,6 раза (с 33

¹¹⁷ Рассчитано согласно данным Министерства финансов Японии: Summary of Revenues and Expenditures in General Account // Statistics & Data (As of June, 2010). Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/statistics/201006/index.html> (дата обращения: 26.10.2016).

до 53 трлн иен). При этом эмиссия в пиковый 2009 год – год апогея кризиса – была все же экстремальной даже по японским меркам, и без учета этого года совокупный рост объемов выпуска государственных облигаций с 1990-го по 2010–2012 годы, когда он достигал 44 трлн иен, составил 6,3 раза.

Несмотря на то, что в контексте долговой проблемы Японии основное внимание уделяется именно периоду, начавшемуся в 1990-е годы с так называемого «потерянного десятилетия», рост эмиссии государственных облигаций в 1970-е годы был значительно более интенсивным. С 1970-го по 1979 год объем их выпуска вырос почти в 40 раз (с 0,35 до 13,5 трлн иен), и именно этот бурный рост долговой эмиссии, по сути, заложил основу для будущих проблем. В результате этого всплеска государственной эмиссионной активности уже к началу 1980-х годов соотношение госдолга и ВВП в Японии сильно превышало аналогичный показатель у других развитых стран, составляя более 50%. У США данное соотношение в тот период составляло менее 30%, у Великобритании – около 45%, у Франции – порядка 20%. То есть история чрезмерного долгового бремени государства в Японии является весьма длительной и относительные параметры государственного долга значительно превышают аналоги у других партнеров по «большой семерке» на протяжении примерно четырех последних десятилетий. Иными словами, проблема высокой государственной задолженности появилась еще в период интенсивного экономического роста и не на фоне стареющего населения и увеличения социальных расходов, которые резко выросли только в XXI веке (еще в 1995 г.

по размеру бюджетных расходов на социальное обеспечение относительно ВВП Япония занимала 22-е место из 24 стран ОЭСР¹¹⁸).

Большинство современных исследований по экономике Японии обходят вниманием этот очень важный эпизод экономической истории страны – беспрецедентный взлет объемов государственных заимствований в 1970-е годы, которые в настоящее время рассматриваются преимущественно в контексте становления экономического и технологического лидерства Японии, ее своеобразной модели государственного регулирования, корпоративного менеджмента и пр. Долговая же проблема Японии рассматривается преимущественно на отрезке с 1990 года и увязывается большинством исследователей с проблемными факторами финансовых рынков – крахом рынка недвижимости, банковским кризисом 1991 года и, конечно, стагнацией экономического роста. Таким образом, из поля зрения выпадает ключевой, по нашему мнению, период 1970-х годов, обусловивший последующее скатывание государственной финансовой системы в усугубляющийся долговой кризис, приобретший к 2010-м годам беспрецедентно гигантские масштабы.

Ключевая роль этого периода в формировании последующего замкнутого круга бюджетных и долговых проблем Японии определяется не столько масштабами эмиссии государственных облигаций, которая в 1980-е годы существенно уменьшалась, сколько критическим влиянием этой практики на бюджетный процесс в плане резкого обремене-

¹¹⁸ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 11. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

ния его расходной части большими тратами на обслуживание государственного долга. Именно в 1970-е годы, после быстрого увеличения выпуска облигаций, эмиссия которых стала формировать более 20% доходов бюджета, начался стремительный рост бюджетных расходов на обслуживание выросшего долга (рис. 27). Последующее сокращение объемов эмиссии облигаций в 1980-х годах и даже уменьшение доли долгового финансирования в доходах бюджета уже не смогли изменить ситуацию, и долг, достигший высоких абсолютных уровней, с конца 1980-х годов требовал на обслуживание около 40% бюджетных расходов.

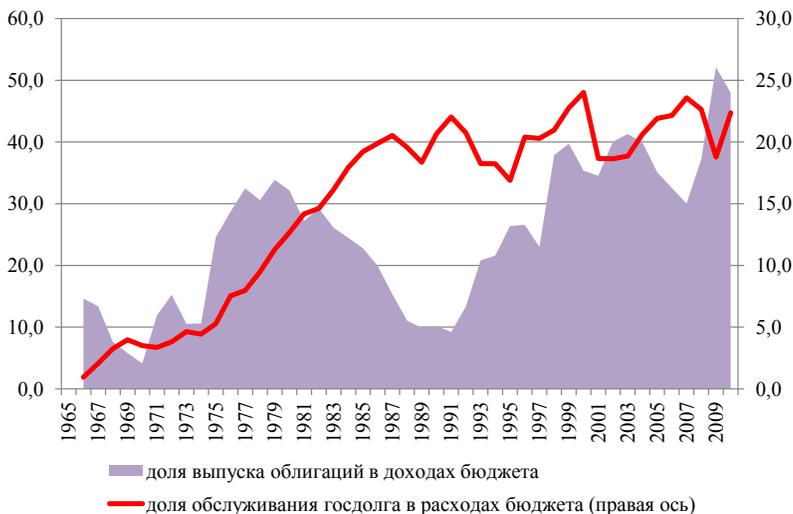


Рисунок 27. Динамика параметров бюджета Японии, связанных с долговым фактором, %¹¹⁹

¹¹⁹ Рассчитано согласно данным Министерства финансов Японии: Summary of Revenues and Expenditures in General Account // Statistics & Data (As of June, 2010). Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/statistics/201006/index.html> (дата обращения: 26.10.2016).

Таким образом, фундамент долговой проблемы Японии был заложен в 1970-е годы, тогда как период «потерянного десятилетия»¹²⁰ 1990-х годов и проблема старения населения и роста расходов на социальное обеспечение только усугубили рост долга на этом фундаменте. Расходы на социальное обеспечение стали фактором бюджетной разбалансированности совсем недавно и в настоящее время (в 2016 финансовом году) занимают 33,1% в расходах бюджета (32 трлн иен), тогда как еще в 1990 году по этой статье расходовалось всего 17,5% бюджета (11,6 трлн иен)¹²¹.

Другой основной причиной хронического бюджетного дефицита и, как следствие, растущего государственного долга часто называется стагнация налоговых поступлений, которая стала следствием общеэкономической ситуации и прекращения экономического роста. Действительно, налоговые поступления в японский бюджет в период «потерянных десятилетий» сокращались как в абсолютном, так и в относительном выражении на фоне неуклонного роста расходов (рис. 28).

¹²⁰ F. Hayashi, E. Prescott. The 1990s in Japan: A Lost Decade. October 2001, revised and expanded August 2003. URL: http://fhayashi.fc2web.com/Prescott1/Postscript_2003/hayashi-prescott.pdf.

¹²¹ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 10. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

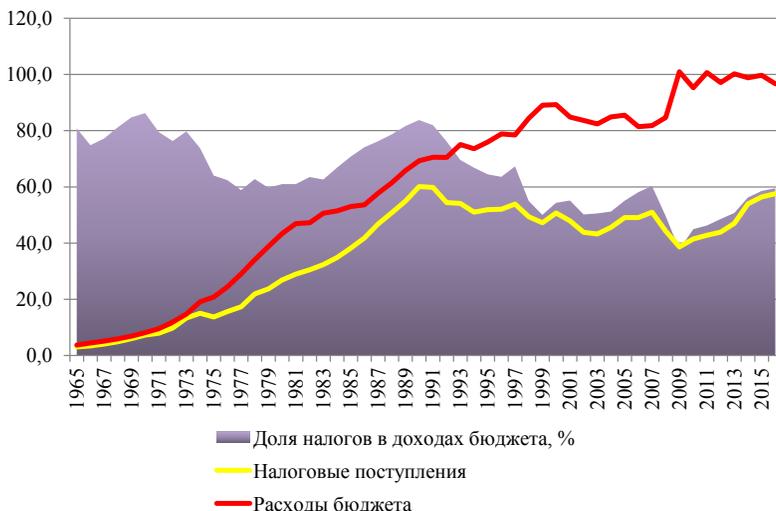


Рисунок 28. Сравнительная динамика бюджетных расходов, налоговых поступлений и доли налогов в доходах бюджета Японии в 1965–2016 годах, трлн иен, если не указано иное¹²²

Пик налоговых поступлений пришелся на 1990 год, когда они достигли 60,1 трлн иен, после чего началось снижение этой части бюджетных доходов, которое продолжалось по 2009 год, в котором они достигли минимального уровня в 39 трлн иен, соответствующего показателю 1985

¹²² Рассчитано согласно данным Министерства финансов Японии: Summary of Revenues and Expenditures in General Account // Statistics & Data (As of June, 2010). Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/statistics/201006/index.html> (дата обращения: 26.10.2016); Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>; Highlights of the Budget Highlights of the Budget for FY2011 for FY2011. December 2010. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2011/e20101224a.pdf>.

года. Аналогичное снижение демонстрировал и удельный вес налогов в доходах бюджета, сократившийся с 84% в 1990 году до 37,7% в 2009 году. После 2010 года как абсолютный, так и относительный показатели налоговых поступлений в бюджет стали расти, особенно заметно после 2013 года, что было вызвано, прежде всего, повышением ставки налога на потребление (аналог НДС) с 5 до 8% в 2014 году. Повышение этого налога обеспечило в 2014 году увеличение поступлений на 5 трлн иен, однако даже это нововведение не вернуло объем собираемых налогов и их долю в бюджетных доходах к уровню 1990 года.

Фактор стагнации и даже заметного сокращения налоговых поступлений, безусловно, оказывал заметное влияние на увеличение дефицита бюджета и, как следствие, на рост государственных заимствований. Однако к тому времени, когда этот фактор стал серьезно влиять на бюджетный процесс, то есть к началу XXI века, проблемы, как хронического дефицита бюджета, так и несоразмерно большого государственного долга, уже сформировались и имели запущенный характер. Соответственно, обслуживание огромного долга уже требовало очень больших бюджетных расходов и в абсолютном, и в относительном выражении. С 1990-го по 2016 год объем этих расходов увеличился почти вдвое – с 14 до 24 трлн иен¹²³.

Роль снижения налоговых поступлений в увеличении госдолга и дефицита не следует переоценивать, учитывая историю бюджетного процесса в Японии до 1990 года. Доля налоговых поступлений в доходах бюджета была тра-

¹²³ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 10. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

диционно велика – с середины 1960-х годов¹²⁴ и до начала 1990-х годов она составляла в среднем 73%. В отличие от периода «потерянных десятилетий», когда происходило сокращение налоговых сборов, за десять лет – с 1965-го по 1974 год объем налоговых поступлений вырос в 5 раз. Но именно на этом фоне, как отмечалось выше, точнее с середины 1970-х годов, произошел резкий взлет объемов эмиссии государственных облигаций и началось быстрое увеличение государственного долга. То есть наращивание государственного долга началось в условиях высокой собираемости налогов и их доли в бюджетных поступлениях на уровне около 80%. Таким образом, первый толчок к необратимому росту долга был дан отнюдь не проблемами со сбором налогов или экономической стагнацией.

Впервые в истории к выпуску облигаций Япония прибегла в середине 1960-х годов, до этого все бюджеты были бездефицитными. В 1965 году при исходно сбалансированном бюджете правительством был также предложен дополнительный бюджет, требовавший выпуска облигаций для покрытия выпадающих доходов. В 1966 году эмиссия облигаций была заложена уже в исходном варианте бюджета и «можно сказать, что в середине 1960-х годов правительство отказалось от сбалансированной бюджетной политики и начало полагаться на облигации для финансирования расходов»¹²⁵. Однако до определенного момента масштабы эмиссии долговых инструментов сдерживались законода-

¹²⁴ С момента появления соответствующей статистики, доступной на сайте Министерства финансов Японии.

¹²⁵ THE JAPANESE BUDGET IN BRIEF 2001. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2001/brief/brief03.htm> (дата обращения: 09.11.2016).

тельством – японский закон (*The Public Finance Law*) позволял правительству выпускать государственные облигации только для финансирования государственных проектов, преимущественно инфраструктурного характера, которые должны были служить как нынешнему, так и будущим поколениям. Эти облигации назывались «строительными» (*Construction Bonds*) и с 1966-го по 1974 год были единственным типом выпускавшихся государственных облигаций.

Законодательство было изменено под влиянием нефтяного кризиса 1973 года, оказавшего негативное воздействие и на Японию, которое проявилось в том числе и в сокращении налоговых поступлений. В результате законодательных поправок стала возможной эмиссия не только «строительных» облигаций, но и облигаций для финансирования бюджетного дефицита (*Special Deficit-Financing Bonds*) в 1975 финансовом году (поначалу поправки предусматривали возможность облигационного финансирования только для одного этого года). В дальнейшем правительству приходилось каждый год проводить аналогичные законы для выпуска облигаций, закрывающих бюджетный дефицит, вплоть до 1989 года.

Именно с 1975 года, когда законодательство позволило впервые осуществлять выпуск долговых инструментов для покрытия дефицита бюджета, и начался стремительный взлет сначала объемов выпуска этих ценных бумаг, а затем и самого размера государственного долга, достигшего к 1980 году 50% ВВП. Впрочем, долгое время основной объем эмиссии приходился все же на «строительные» облигации, а не на облигации, финансирующие бюджетный дефицит, – последние стали преобладающим инструментом государственного фон-

дирования только в 1999 году, тогда как с середины 1970-х до середины 1980-х годов объемы выпуска двух основных типов облигаций были примерно равны, а с конца 1980-х до конца 1990-х годов «дефицитные» облигации либо не выпускались вообще, либо составляли небольшую долю эмиссий (рис. 29).

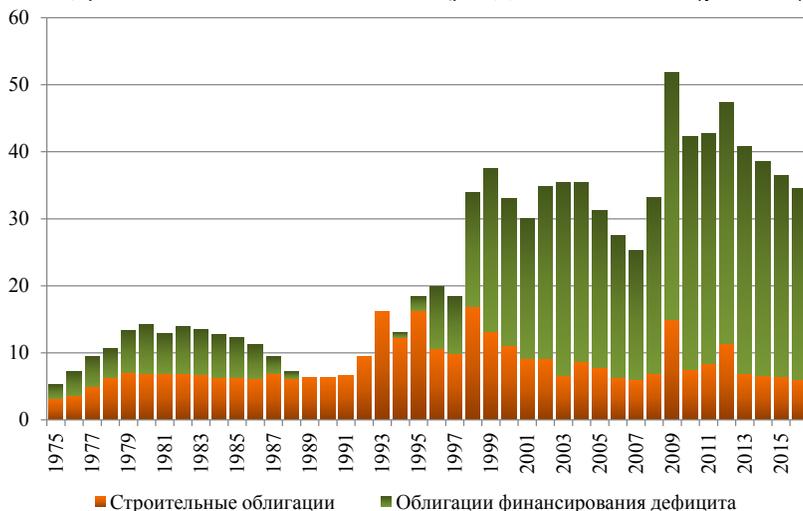


Рисунок 29. Динамика выпуска двух основных типов государственных облигаций Японии в 1975–2016 годах¹²⁶

В качестве причин быстрого роста эмиссии облигаций в 1970-х годах министерство финансов Японии указыва-
ет¹²⁷ стагнирующие налоговые поступления (что не очень актуально для второй половины 1970-х гг., см. рис. 28),

¹²⁶ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 4. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

¹²⁷ THE JAPANESE BUDGET IN BRIEF 2001. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2001/brief/brief03.htm> (дата обращения: 09.11. 2016).

быстрый рост расходов на социальное обеспечение в рамках курса на достижение «высоких стандартов социального благосостояния» («*High Level Social Welfare*»), а также увеличение расходов на государственные проекты (*public works*), которые были призваны улучшить экономические условия. На наш взгляд, ни одна из трех указанных причин не была достаточно веским основанием для столь резкого разбалансирования бюджетной политики. Экономический рост 1970-х годов был в Японии достаточно интенсивным, и после кратковременного спада в 1974 году последующий период характеризовался высокими темпами роста на уровне 3,5–5,5%. Увеличение государственных расходов на инфраструктурные проекты ценой роста бюджетного дефицита до 4–6% ВВП также сложно признать рациональным обоснованием. Повышение же качества социальных стандартов за счет долгового финансирования вообще не стыкуется ни с теорией, ни с практикой макроэкономики.

Безусловно, отчасти факторы нефтяного кризиса и в целом кризисных явлений в мировой экономике на его фоне, проявившиеся в 1973–1974 годах, вынуждали японское правительство проводить активную политику поддержки бизнеса, сильно пострадавшего от падения спроса, в том числе и зарубежного. Серьезные проблемы испытывала металлургия – одна из ключевых отраслей японской экономики того периода, негативные последствия кризиса проявлялись и в повышении уровня безработицы, и в других сферах, происходило обострение конкуренции на внешних рынках с новыми индустриальными странами Юго-Восточной Азии, снижалась ценовая конкурентоспособность

японской продукции, которая ранее поддерживалась дешевой рабочей силой. Очевидно, что без принятых мер государственной поддержки экономики, в том числе и в части наращивания инфраструктурных проектов, финансирование которых обеспечивалось эмиссией «строительных» облигаций, темпы роста японского ВВП во второй половине 1970-х годов были бы меньшими.

С другой стороны, цена этой поддержки в форме резкого разбалансирования всей системы государственных финансов представляется несоразмерной характеру проблем и дает основания выдвигать и другие версии относительно стремления японского государства резко увеличить объемы государственного бюджета – от политических факторов до активной внешнеэкономической экспансии, активно осуществлявшейся в 1970-е годы, когда объем японского экспорта вырос пятикратно, а финансовый сектор страны стремительно развивал присутствие на внешних рынках – «с 1970-го по 1978 год количество зарубежных отделений японских банков возросло более чем в 2 раза – с 54 до 123, филиалов почти в 4 раза – с 6 до 23, а представительств почти в 6 раз – с 25 до 148. В результате к концу 1970-х годов Япония имела 293 банковских учреждения за границей, уступая лишь Англии и США»¹²⁸. Эта экспансия в рамках патерналистской японской модели государственно-монополистического капитализма в конечном итоге требовала и затрат государства, часть которых финансировалась из долгового источника.

Так или иначе, размер расходной части государственно-го бюджета в период с 1969-го по 1979 год вырос в 5,5 раза

¹²⁸ Япония / Я.А. Певзнер [и др.]. Отв. ред.: Я.А. Певзнер, Д.В. Петров, В.Б. Рамзес. Институт мировой экономики и международных отношений АН СССР. М.: Мысль, 1981. 429 с.

– с 7 до 39 трлн иен, и весомый вклад в обеспечение этого роста внесли средства, получаемые от эмиссии облигаций, размер которых к 1979 году вырос до 13,5 трлн иен, то есть составлял почти 35% бюджета. С 1976 года японский бюджет стал хронически дефицитным, за исключением четырехлетнего периода с 1990-го по 1993 год, когда облигации для финансирования дефицита не выпускались¹²⁹.

Рассматривая проблемы бюджетного дефицита Японии, необходимо сделать небольшое отступление и отметить, что определение дефицита и соответствующая статистика в этой стране имеют свою специфику. Дефицитом (вместо термина «*deficit/surplus*») используется «*balance*») называется не традиционная разница между доходами и расходами государственного бюджета, а более сложный показатель, имеющий двухуровневую градацию. Есть показатель «первичного дефицита» (*primary balance*), который представляет собой разницу между традиционными доходами (налоговые и неналоговые поступления), без учета облигационных поступлений (которые при этом входят в состав бюджетных поступлений в целом), и расходами за вычетом всех трат на обслуживание госдолга. И есть также показатель «фискального (или финансового) дефицита» (*fiscal balance*), который и представляет аналог показателя бюджетного дефицита в общеупотребительном значении – именно этот показатель Японии используется при международных сравнениях. Показатель фискального дефицита больше, чем первичный дефицит на величину выплат процентов по государственному долгу, но меньше, чем разница между общими расходами и

¹²⁹ FINANCIAL STATISTICS OF JAPAN 2006. Policy Research Institute. Ministry of Finance Japan. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/pri/publication/financial_statistics_of_japan/2006.htm (дата обращения: 10.11.2016).

общими доходами бюджета на величину погашения государственного долга (рис. 30). То есть фактически этот дефицит существенно меньше, чем реальный разрыв между расходами и доходами бюджета, – в бюджете на 2016 финансовый год, например, погашение долга измерялось 13,7 трлн иен, что составляло 14,2% бюджетных расходов¹³⁰.

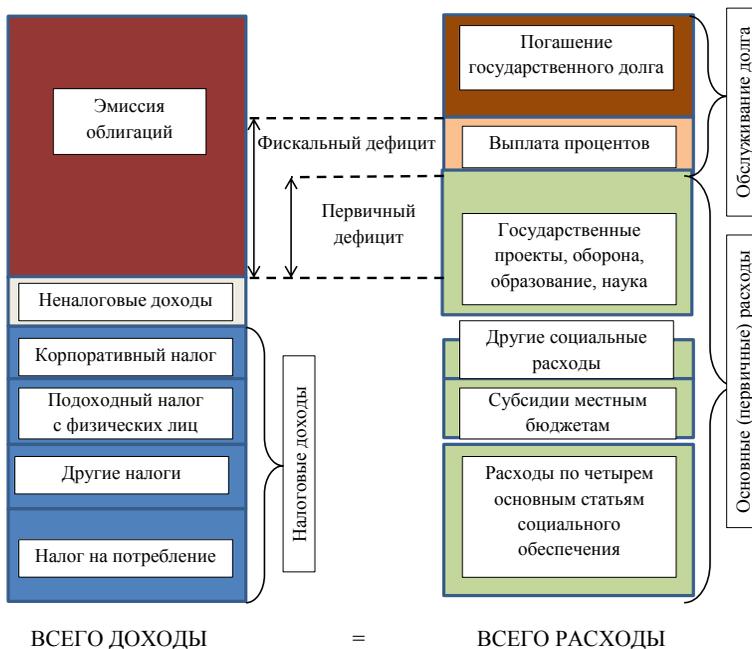


Рисунок 30. Структура основных компонентов государственного бюджета Японии и их взаимосвязи с определением размера бюджетного дефицита¹³¹

¹³⁰ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 1. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

¹³¹ Fiscal Policy in Japan. Issues and Future Directions. Ministry of Finance, July 2015. P. 3. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2015/20151009.pdf>.

Такая практика учета бюджетного дефицита японским министерством финансов делает те же международные сопоставления бюджетных проблем Японии и других стран не вполне корректными, так как в традиционной практике все расходы на обслуживание госдолга входят в общий объем расходов. В японском же бюджетном процессе фактическая разница между расходами и доходами, которая покрывается выпуском облигаций, называется специальным термином «коэффициент облигационной зависимости» (*Bond Dependency Ratio*), но это скорее техническое, служебное определение, и этот эвфемизм фактического дефицита используется преимущественно в информационно-аналитических целях. Значение данного коэффициента для бюджета на 2016 финансовый год составляет 35,6%, а история его динамики была рассмотрена выше (см. рис. 27).

Разницу в подходах к формальному определению бюджетного дефицита можно проиллюстрировать сравнением основных параметров японского и американского бюджетов (табл. 7), где американский выступает в качестве примера традиционной практики как определения дефицита, так и его финансирования.

Фактический бюджетный дефицит Японии, то есть разница между доходами бюджета без облигационных поступлений и всеми расходами, включая обслуживание госдолга (которое делится на две основные части – выплату процентов и погашение долга), как видно из данных таблицы, значительно выше того показателя, который приводится в соответствующей статистике. Кроме того, разрыв между доходами и расходами японского бюджета многократно выше аналогичных показателей США – 38%

расходной части против 12%, что иллюстрирует степень остроты проблемы сбалансированности японского бюджета и глубину долговой зависимости бюджетного процесса страны.

Таблица 7. Сравнительные параметры бюджетного процесса Японии и США в 2015 году в контексте определения уровня дефицита бюджета и его финансирования посредством выпуска государственных облигаций, млрд единиц национальных валют¹³²

	Япония	США
Доходы бюджета ¹³³	59 479	3 250
Расходы бюджета	96 342	3 688
Разница между доходами и расходами (фактический дефицит)	36 863	438
Отношение разницы к доходам бюджета, %	38,3	11,9
Официальный дефицит бюджета	23 600	438
Выпуск государственных облигаций	36 863	337
Выпуск государственных облигаций/расходы бюджета, %	38,3	9,1

Возвращаясь к обзору процесса формирования этой зависимости, начавшегося в 1970-е годы, можно отметить, что, несмотря на взлет задолженности в тот период, к концу 1980-х годов бюджет на недолгое время вновь стал бездефицитным, во всяком случае в тех терминах, которые используются

¹³² Рассчитано согласно данным Министерства финансов Японии и Административно-бюджетного управления США: Highlights of the Budget for FY2015. Ministry of Finance Japan. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2015/01.pdf>; Analytical Perspectives, Budget of the United States Government, Fiscal Year 2017. Office of Management and Budget. The White House website. URL: https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Analytical_Perspectives (дата обращения: 11.11.2016).

¹³³ Для Японии – без поступлений от эмиссии облигаций.

в Японии. В 1987–1988 годах эмиссии «дефицитных» облигаций резко уменьшилась, затем на несколько лет прекратилась и оставалась на низких уровнях в 1994–1995 годах. Период с 1989-го по 1991 год стал относительно благополучным для бюджетных параметров Японии, так как удалось сократить выросшие к середине 1980-х годов важнейшие показатели, связанные с государственным долгом, включая коэффициент облигационной зависимости. Однако катастрофический финансовый кризис, вызванный лопнувшими пузырями на фондовом рынке и рынке недвижимости, вновь актуализировал тему государственной поддержки экономики и финансирования этой поддержки за счет наращивания госдолга. При этом в 1990-е годы стали актуальными и новые депрессивные факторы – экономическая стагнация, старение населения и обусловленный этим рост стоимости социального обеспечения – расходы на социальное обеспечение с 1990-го по 2015 год выросли с 47 до 117 трлн иен при том, что покрытие этих расходов инструментами социального страхования увеличилось гораздо меньше – с 39,5 до 63 трлн иен¹³⁴.

Кроме того, в 1990-е годы постоянно уменьшался объем налоговых поступлений в бюджет. Это было вызвано не столько экономической стагнацией и сокращением прибылей предприятий, сколько снижением налоговой нагрузки на корпоративный сектор, которое осуществлялось несколько раз в рамках стимулирующих программ. Первое такое снижение налогов на общую сумму 6 трлн иен (1,3% ВВП) было проведено в 1994 финансовом году в рамках борьбы с последствиями разрушительного землетрясения

¹³⁴ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 16. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

в Кобе (Великое землетрясение Хансин-Авадзи) 1995 года. Затем налоговые сокращения осуществлялись в 1995 году в рамках налоговой реформы (на 5,5 трлн иен) и в 1996 году в аналогичных масштабах.

Помимо налоговых льгот, в эти годы осуществлялись стимулирующие программы, что, наряду с сокращением налоговой базы, имело следствием быстрое увеличение объема годового выпуска облигаций и доли облигационного финансирования в бюджетных доходах, которая к 1997 году достигла 28,8%¹³⁵.

Чрезвычайно интенсивное наращивание государственного долга и рост облигационной зависимости бюджета актуализировали необходимость бюджетной консолидации, и в 1997 году была предпринята попытка повысить доходную часть бюджета наряду с сокращением расходов. Практика предыдущих лет по сокращению налогов была прекращена, напротив, была сильно повышена ставка налога на потребление – с 3 до 5%, а объем выпуска облигаций существенно сокращен, что уменьшило и коэффициент облигационной зависимости до 21,6%. Однако процессу бюджетной консолидации помешал финансовый кризис в Юго-Восточной Азии и проблемы финансового сектора страны, в результате чего в 1998 году вновь было применено налоговое сокращение, а объем выпуска облигаций и их доля в формировании бюджета выросли. Новые стимулирующие программы, реализованные в 1998–1999 годах, довели объемы годового выпуска облигаций до 31–34 трлн иен, а их долю в доходах бюджета – до 38–40%¹³⁶.

¹³⁵ THE JAPANESE BUDGET IN BRIEF 2001. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2001/brief/brief03.htm> (дата обращения: 09.11. 2016).

¹³⁶ Ibid.

К этому времени государственные облигации были уже не единственным инструментом привлечения финансирования. Также активно использовались займы и векселя, хотя облигации оставались доминирующим инструментом. Тем не менее иные формы государственного долга в конце 1990-х занимали достаточно существенную долю в его общем объеме (рис. 30), хотя в XXI веке уступили свои позиции облигациям по мере быстрого роста абсолютных объемов задолженности. Гарантированный государством долг, представленный на рисунке 31, не входит в статистику госдолга и приведен в качестве иллюстрации динамики данного компонента.



Рисунок 31. Изменение структуры и объема основных компонентов долга центрального правительства Японии за последние 20 лет, трлн иен¹³⁷

¹³⁷ Рассчитано согласно данным Министерства финансов Японии: Central Government Debt // Central Government Debt «Outstanding Government Bonds and Borrowings». Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/jgbs/reference/gbb/index.htm> (дата обращения: 24.10.2016).

В XXI веке акцент в использовании долговых инструментов все больше смещался в пользу эмиссии облигаций, доля займов и векселей снижалась, а в случае с займами сокращались даже абсолютные их объемы. Абсолютные же размеры государственного долга центрального правительства в целом за последние двадцать лет выросли в 3,2 раза – с 334 трлн иен в 1996 году до 1,05 квадриллиона иен в 2016 году.

На увеличение государственного долга в XXI веке оказали влияние факторы, аналогичные тем, которые обуславливали его рост в 1970-е и, особенно, в 1990-е годы. С конца 1990-х годов начался резкий рост расходов на социальное обеспечение – в 1999 году они выросли на 7,5 трлн иен относительно уровня 1990 года, к 2009 году – на 17,2 трлн, к 2015 году – на 20,7 трлн¹³⁸. Кроме того, был отмечен спад налоговых доходов бюджета, который стал особенно сильным на фоне глобального кризиса 2008–2009 годов – в 2009 году японский бюджет получил налогов на 15 трлн иен меньше, чем в 1990 году¹³⁹.

Были, правда, и отличия в политике противостояния глобальному кризису, которые отразились и на сфере государственных финансов. Так, в ходе последнего кризиса не использовался инструмент увеличения работ по государственным проектам, напротив, по этой линии в 2010-е годы даже фиксировалось сокращение расходов. Однако этот фактор практически не повлиял на тенденцию уверенного роста государственного долга, размер которого в бюджете

¹³⁸ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 9. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

¹³⁹ Ibid.

2016 финансового года оценивался в интервале от 1062 до 1225 трлн иен, что означает рост в 4,5 раза относительно уровня 1990 года.

Комментируя эти параметры, следует отметить, что учет государственного долга в Японии отличается своей спецификой и имеет три градации показателей только в части совокупного долга (включающего задолженность как центрального, так и местного уровня), в связи с чем могут возникать достаточно существенные различия в оценках его относительных параметров.

Первый показатель – «долгосрочный долг центрального и местных правительств» – включает «общий объем долгосрочного долга, погашение и выплаты процентов по которому в основном покрываются налоговыми поступлениями»¹⁴⁰, а в составе этого показателя учитываются облигации центрального правительства, меньшая часть займов и часть обязательств местного уровня. В 2016 финансовом году объем этого показателя предполагается на уровне 1062 трлн иен. Следующий показатель – «государственные облигации и займы» – имеет более широкий охват, представляя также «деятельность по привлечению капитала на рынках»¹⁴¹, а его размер на 2016 финансовый год составляет 1191 трлн иен. Наконец, третий и основной показатель – «валовой долг правительства» – включает, помимо обязательств центрального и местных правительств, обязательства по фондам социального обеспечения. Величина этого индикатора в бюджете 2016 года составляет

¹⁴⁰ Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 6. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

¹⁴¹ Ibid.

1225 трлн иен, и он чаще употребляется в международных сопоставлениях, особенно при расчете относительного размера долга. В то же время в долговой статистике японского министерства финансов и в международных сопоставлениях чаще всего используется другой показатель, существенно меньший по размеру, «долг центрального правительства», в котором не учитываются местные долги. На основе этого показателя построена, в частности, диаграмма рисунка 30. В целом практика изъятия местных долгов и гарантированного государством долга из подсчета наиболее употребительных долговых индикаторов не является специфически японской – аналогичное статистическое ухищрение используется, например, в США.

Несмотря на то, что в настоящее время государственный долг Японии имеет гигантский абсолютный объем, темпы его наращивания в последние несколько лет заметно сократились, прежде всего, за счет последовательно реализуемой политики бюджетной консолидации. Замедление темпов роста долга началось после 2012 года, то есть в период реализации так называемой «абэномики». После преодоления долгом центрального правительства рубежа в 1 квадриллион иен в 2013 году, прирост этого показателя стал крайне умеренным – с 2012-го по 2015 год он вырос всего на 5% (с 997 до 1044 млрд иен), тогда как в предыдущие четыре года, с 2009-го по 2012 год, прирост составил 14,5% (с 871 до 997 млрд иен¹⁴²).

Также в течение периода, последовавшего за глобальным кризисом 2008–2009 годов, значительно сократилась доля

¹⁴² National Government Debt // Public Finance // Statistics. Bank of Japan website. URL: <http://www.boj.or.jp/en/statistics/public/ngd/index.htm/#p01> (дата обращения: 25.10.2016).

эмиссии государственных облигаций в доходах бюджета Японии – с исторического максимума в 52,1%, достигнутого в 2009 году, этот показатель снизился до 35,6% в бюджете на 2016 финансовый год. Таким образом, в последние несколько лет в сфере государственных финансов Японии наблюдается определенный прогресс, однако ситуация все же остается крайне напряженной, что в значительной мере обуславливает и общеэкономическую стагнацию.

Подводя итог рассмотрению тенденций наращивания государственного долга Японии, можно сделать следующие выводы:

- тенденции ключевых параметров государственных финансов Японии можно охарактеризовать как поступательную деградацию, вызванную высоким уровнем фактического дефицита бюджета и, как следствие, быстрым ростом государственного долга;

- фундамент долговой проблемы был заложен в 1970-е годы экономической политикой кейнсианского типа с высокой ролью государства, в том числе государственного заказа и государственных работ и проектов, осуществляемых за счет бюджетных средств, которая привела к быстрому росту расходов бюджета и скачкообразному увеличению эмиссии государственных облигаций;

- после активной эмиссии облигаций в 1970-е годы основными особенностями японской системы государственных финансов, сформировавшимися в конце 1970-х – начале 1980-х годов, стали чрезвычайно высокая зависимость бюджета от заемного финансирования, с одной стороны, и очень высокая доля расходов на обслуживание долга в бюджетных расходах – с другой;

– высокая зависимость бюджета от эмиссии долговых обязательств вместе со стагнацией налоговых поступлений и их сокращением привели к образованию замкнутого круга увеличения расходов на обслуживание госдолга и наращивания долга для их рефинансирования, что также привело к формированию беспрецедентного для современной экономики относительного уровня государственного долга и зависимых от него бюджетных параметров как в части доходов, так и расходов;

– неприемлемо высокий уровень государственного долга и в целом деградация показателей системы государственных финансов обусловили курс на бюджетную консолидацию в 2010-х годах, реализация которого позволила в течение последних лет добиться определенного улучшения ситуации, остающейся, тем не менее, крайне напряженной и требующей новых мер по ее выправлению.

3.2. Особенности японского государственного долга и их влияние на стабильность долговой проблемы

Хронически проблемная ситуация с государственным долгом Японии имеет уникальную специфику. Размер как абсолютных, так и относительных объемов государственного долга в течение последних тридцати лет (особенно в период «потерянных десятилетий») многократно увеличился (рис. 32). Абсолютный объем государственного долга с начала 1980-х годов вырос в 9 раз, превысив в 2013 году 1 квадриллион иен, и по итогам 2016 года измеряется 1,07 квадриллиона иен, что эквивалентно примерно 10

триллионам долл. Относительный размер госдолга за этот же период увеличился в 4 раза и достиг 240% ВВП.

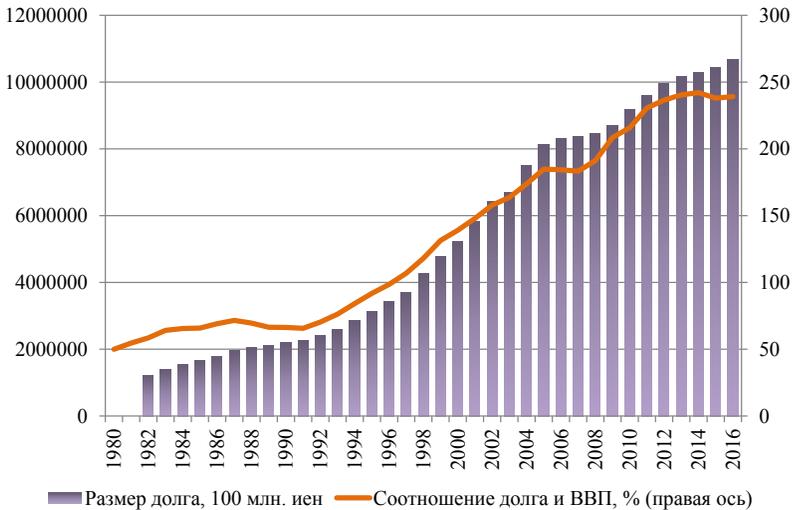


Рисунок 32. Динамика абсолютных и относительных параметров государственного долга Японии в 1980–2016 годах¹⁴³

Несмотря на гигантский долг, давно перешедший в разряд не имеющего аналогов среди развитых стран, и его не прекращающийся рост, ситуация в государственных финансах Японии остается стабильной. Ни государственный долг, ни обусловленные им расходы государственных

¹⁴³ Рассчитано согласно данным из следующих источников: Bank of Japan Statistics. National Government Debt. URL: <http://www.boj.or.jp/en/statistics/public/ngd/index.htm/#p01>; World Economic Outlook Database, April 2017. International Monetary Fund website. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weoepst.aspx?sy=1980&ey=2022&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=23&pr1.y=13&c=158&s=GGXWDG%2CGGXWDG_NGDP&grp=0&a (дата обращения: 22.09.2017).

ного бюджета не становились фактором дестабилизации экономики, как это было в истории практически всех других стран, имеющих значительно меньшие размеры задолженности.

Эта стабильность выражается, прежде всего, в устойчивости рынка японских государственных облигаций, доходность которых в долгосрочной ретроспективе постоянно снижалась, несмотря на быстрое наращивание объемов эмиссии (рис. 33).

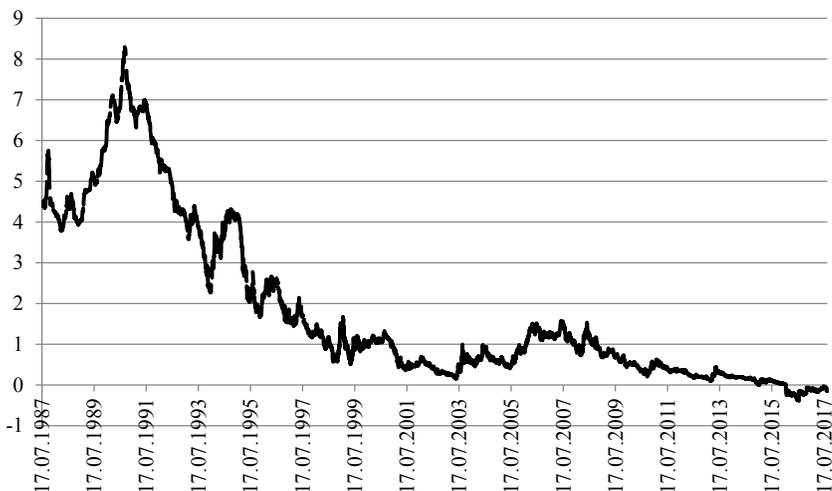


Рисунок 33. Доходность пятилетних государственных облигаций Японии в 1987–2017 годах, % годовых¹⁴⁴

¹⁴⁴ Рассчитано согласно данным из следующего источника: Interest Rate / Japanese Government Bonds / Data. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/jgbs/reference/interest_rate/index.htm (дата обращения: 15.09.2017).

Эта тенденция в целом соответствовала обстановке на мировом рынке государственных облигаций и трендам аналогичных ценных бумаг из других развитых стран, однако, принимая во внимание быстрый рост государственного долга и, в частности, объема государственных облигаций (*JGB – Japan Government Bonds*) в обращении, который, согласно итогам 2016 года, достиг 1075,5 трлн иен, или почти 10 трлн долл., такая стабильность выделяет японскую ситуацию на фоне других развитых стран. Относительные параметры японского государственного долга росли темпами, существенно опережающими другие государства. Так, в период с 1997-го по 2012 год соотношение долга и ВВП в Японии выросло более чем в 2 раза (со 102 до 214%), тогда как в таких странах «Большой семерки», как Канада и Италия, оно уменьшилось, а в США, Франции и Германии выросло (20–30%). Однако доходность японских облигаций находилась в общем для государственных бумаг этих стран русле, снижаясь примерно теми же темпами, и нарастающая разбалансированность параметров как государственного долга, так и бюджетных процессов не оказала на нее влияния.

Более того, именно японские облигации были среди лидеров абсурдного процесса снижения доходности до отрицательных величин, начавшегося в 2015 году, в результате которого к 2016 году большинство краткосрочных (а также значительная часть средне- и долгосрочных) государственных долговых бумаг развитых стран закрепились в зоне отрицательной доходности. Период отрицательной доходности продолжается до настоящего времени (конец 2017 г.), а по состоянию на середину сентября 2017 года

более десяти выпусков японских государственных бумаг со сроками обращения от трех месяцев до девяти лет имели доходность ниже нуля.

В этой связи проблема стабильности рынка государственного долга Японии вызывает повышенный интерес. Кроме того, особую актуальность проблематике устойчивости японского государственного долга придает обострение проблем в сфере государственных финансов, рассмотренное в предыдущем разделе, которое может стать фактором макроэкономической дестабилизации.

Устойчивость, пусть и относительная, рынка государственных облигаций Японии на фоне беспрецедентного объема задолженности объясняется различными факторами. Одним из наиболее распространенных объяснений является специфическая структура держателей государственных долговых обязательств (рис. 34), точнее, один аспект этой структуры – низкая доля иностранных инвесторов. Многие исследователи отмечают, что этот фактор вкупе с доверием внутренних инвесторов обеспечивает как стабильность японского долгового рынка, так и низкие ставки государственных облигаций. Так, W. Grimes отмечает, что экстраординарные возможности правительственного заимствования обусловлены доверием внутренних держателей, на которых приходится 95% государственного долга¹⁴⁵.

¹⁴⁵ Japan in Crisis: What Will It Take for Japan to Rise Again? Edited by B. Youngshik, T. Pempel. The Asan Institute for Policy Studies. Palgrave MacMillan, 2013.



Рисунок 34. Структура держателей государственных облигаций Японии на декабрь 2016 года¹⁴⁶

Низкая доля иностранных держателей на рынке государственного долга действительно является фактором его стабильности, так как поведение иностранных инвесторов в условиях ухудшения экономической ситуации часто становится причиной разбалансирования национальных финансовых систем вследствие высокой мобильности их инвестиций и склонности выводить средства, что становится фактором падения не только цен облигаций, но и финансовых рынков в целом. И степень воздействия этого фактора на национальные финансовые рынки тем сильнее, чем выше доля нерезидентов. Особенно нега-

¹⁴⁶ FY2017 Debt Management Policies. P. 26. Debt Management Report. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/index.htm (дата обращения: 15.09.2017).

тивным такое воздействие бывает в тех странах, где уровень государственного долга чрезмерно велик (Япония относится к числу именно таких стран), что подтверждается не только многочисленными примерами эволюции финансовых кризисов, но и эмпирическими закономерностями взаимосвязей между долями нерезидентов в государственных долговых бумагах и волатильностью их доходности. Так, в ходе европейского долгового кризиса 2010–2012 годов из стран с максимальными показателями соотношения государственного долга и ВВП, превышающими 100% (Бельгия, Греция, Ирландия, Италия, Португалия), сильнее всего падали в цене облигации тех государств, на рынках которых было отмечено максимальное присутствие инвесторов-нерезидентов. В 2011 году такими странами были Ирландия и Португалия с показателями, соответственно, в 61 и 67%¹⁴⁷. Максимальное падение, пережитое рынком государственных облигаций Греции, произошло в условиях относительно небольшой доли иностранных инвесторов (37% в 2011 г.), но в данном случае надо учитывать, что европейская статистика в качестве нерезидентов рассматривает не всех иностранных инвесторов, а инвесторов из-за пределов ЕС, тогда как в греческих облигациях была очень велика доля зарубежных для Греции, но не для ЕС держателей, таких как Германия.

Несмотря на признаваемую многими авторами негативную практику широкого присутствия иностранных инве-

¹⁴⁷ Structure of government debt in Europe in 2011. Eurostat. Statistics in focus 34/2012. Eurostat website. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3433488/5585056/KS-SF-12-034-EN.PDF/cb3057a2-81d0-4766-b0aa-60d2d76c3dc5> (дата обращения: 19.09.2017).

стором на рынке государственного долга, их доля в японских облигациях в течение последних лет устойчиво растет (рис. 35), что является следствием не только инвестиционной привлекательности данных бумаг, но и результатом целенаправленной политики Министерства финансов.



Рисунок 35. Динамика долей иностранных инвесторов среди держателей государственных облигаций Японии и на вторичном рынке, %¹⁴⁸

В годовых отчетах Министерства по управлению государственным долгом отмечается, что эмиссионная политика направлена на диверсификацию базы инвесторов и в том числе привлечения иностранных инвесторов, «которые

¹⁴⁸ Рассчитано согласно данным из следующего источника: FY2017 Debt Management Policies. Debt Management Report. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/index.htm (дата обращения: 15.09.2017).

отличаются другим поведением по сравнению с внутренними финансовыми институтами, такими как банки»¹⁴⁹. Иностранные инвестиции в японский долг имеют преимущественно краткосрочный характер, так как сосредоточены, прежде всего, на рынке коротких бумаг – казначейских векселей, где доля нерезидентов в декабре 2016 года превысила 50%, а также на вторичном рынке – 31% и на рынке фьючерсов на долговые обязательства – 48%¹⁵⁰.

Ключевой особенностью состава держателей японского государственного долга является не столько превалирование внутренних инвесторов, сколько их лояльность, нехарактерная для других экономик. Эта лояльность объясняется, прежде всего, тем, что значительная доля государственного долга приходится на государственных же держателей. В последние годы крупнейшим держателем государственных облигаций стал Банк Японии, доведя свою долю до 39% по итогам 2016 года. Увеличение вложений японского центрального банка в государственные облигации стало следствием реализации политики количественного смягчения и выкупа ценных бумаг с целью увеличения денежной массы, разгона инфляции и стимулирования притока денег в экономику. Эта политика, осуществляемая в рамках «абэномики» с 2012 года, является новым для Японии монетарным инструментом и не направлена на решение долговой проблемы, однако ее побочным следствием стало в том числе и еще большее укрепление ста-

¹⁴⁹ FY2012 Debt Management Policies. P. 30. Debt Management Report. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/2012/saimu1-1-3.pdf (дата обращения: 19.09.2017).

¹⁵⁰ FY2017 Debt Management Policies. Debt Management Report. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/index.htm (дата обращения: 15.09.2017).

бильности рынка государственных долговых обязательств, выразившееся в росте их цен и снижении доходности (так же, впрочем, как и в других странах, проводящих политику количественного смягчения).

Банк Японии, ставший к настоящему времени крупнейшим держателем государственных облигаций, ранее не являлся таковым (на протяжении предыдущих десятилетий на этот институт приходилось примерно от 8 до 15% объема госдолга), однако и до реализации экономического курса С. Абэ роль государства и его организаций в финансировании государственного долга была преобладающей. Статистика Министерства финансов определяет часть долга, приходящуюся на государственный сектор, «правительственной» (*General Government*), хотя фактически речь идет о крупнейших финансовых институтах страны с государственной собственностью. Ведущими держателями облигаций такого рода традиционно были Фонд государственных ссуд (*Fiscal Loan Fund*), средства, аккумулированные финансовыми компаниями японской почты и государственными пенсионными фондами. Удельный вес этих государственных компаний среди держателей японских облигаций в последние десятилетия XX века колебался в пределах 30–52%, а совокупная доля этих государственных институтов и Банка Японии составляла около 50%, превысив на пике, достигнутом в 1998 году, 65% (рис. 36).

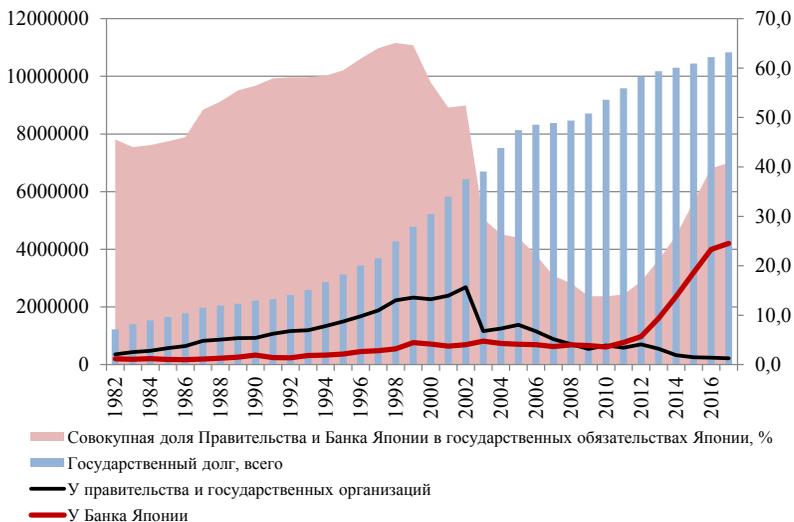


Рисунок 36. Динамика изменения доли правительственных институтов и Банка Японии среди держателей государственного долга Японии, 100 млн иен, если не указано иное¹⁵¹

Таким образом, для японского рынка государственных обязательств характерным является доминирующая роль различных государственных институтов среди держателей. Особенно выделяется при этом роль государственных финансовых компаний, которые являются не традиционным для практики развитых экономик покупателем государственных облигаций. Министерство финансов Японии в своих отчетах по управлению государственным долгом до 2005 года публиковало сравнение доли государственно-

¹⁵¹ Рассчитано согласно данным Банка Японии: BOJ's main statistical data. Bank of Japan website. URL: http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html (дата обращения: 19.09.2017).

го долга, приходящегося на правительственные организации (*General Government*, без учета центрального банка) в Японии с аналогичными параметрами в США, Великобритании и Германии, где они либо отсутствовали (Германия), либо были многократно меньше японского уровня. Дополнительной проблемой в данном случае является то, что как в тот период, так и в настоящее время статистический учет государственной доли существенно отличается у Банка Японии и у Министерства финансов. В статистике Министерства финансов до 2007 года в соответствии с годовыми отчетами по управлению госдолгом (*Debt Management Report*) в долю правительства включались облигации на балансе всех крупнейших государственных организаций, что давало в общей сложности более 40%. После 2007 года их вложения были выведены из состава правительственных инвестиций, что сократило долю правительства до символических величин порядка 1%. Банк Японии, на основе данных которого построена, в частности, диаграмма рисунка 35, учитывает долю правительства по-другому, его статистика давала на середину 2000-х годов примерно в 2 раза меньшие объем и долю по сравнению с данными Министерства финансов, но и по этой методике правительственная доля в госдолге была достаточно высока.

Так или иначе, преобладание государственного или квазигосударственного сектора на рынке долговых обязательств Японии, очевидно, и является одной из наиболее явных его отличительных особенностей, непосредственно влияющих на стабильность ситуации в условиях постоянного наращивания и без того запредельных объемов долга. Кроме того, другими ведущими держателями государствен-

ных облигаций являются финансовые институты, которые в рамках японской экономической модели тесно зависят от государственного регулирования и также являются лояльными инвесторами. Единственной группой инвесторов, которая гипотетически может быть не столь дисциплинированной (помимо нерезидентов), можно считать население, однако его роль на рынке постоянно снижается, в том числе и вследствие проводимой министерством финансов политики по сокращению эмиссии ценных бумаг для розничных покупателей. С 2008-го по 2016 год доля домохозяйств среди держателей государственных облигаций снизилась с 4,5 до 1,2%, а объем ценных бумаг на руках у населения сократился втрое – с 36,3 до 12,7 трлн иен¹⁵². При этом постоянно происходил процесс сокращения размера государственных облигаций для розничных инвесторов (3-, 5- и 10-летних) в обращении за счет превышения объемами погашения объемов эмиссии. В результате в настоящее время доля домохозяйств среди держателей государственного долга Японии близка к историческим минимумам.

Помимо специфической структуры держателей государственных обязательств Японии, существуют и другие факторы стабильности их рынка. Прежде всего, Япония имеет не только большой долг, но и большие государственные активы. Япония на протяжении многих лет устойчиво занимает второе место в мире (после Китая) по размеру государственных золотовалютных резервов, объем которых в августе 2017 года составлял 1268 млрд долл.¹⁵³ Со-

¹⁵² FY2017 Debt Management Policies. Debt Management Report. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/index.htm (дата обращения: 15.09.2017).

¹⁵³ International Reserves/Foreign Currency Liquidity (as of August 31, 2017). Ministry

ответственно, объем не валового, а чистого государственного долга у Японии имеет не столь гигантские размеры и не слишком сильно отличается от других стран – лидеров по части государственной задолженности. При этом всего десять лет назад размер чистого госдолга Японии в относительном выражении (относительно ВВП) был меньшим, чем у многих европейских государств. В этой связи ряд исследователей (например, Broda, Weinstein¹⁵⁴) расценивали долговую проблему Японии как не столь острую.

Еще одним важным фактором стабильности японской долговой ситуации является низкая стоимость обслуживания государственного долга, который также выделяется многими исследователями. Так, W.R. Cline пишет: «Экономическое бремя долга зависит не только от его величины, но и от цены. Если процентная ставка равна нулю, даже экстремально высокий уровень долга не накладывает экономического бремени»¹⁵⁵. Ситуация в Японии именно такова – с 2011 года ставка Банка Японии находилась на нулевом уровне, а с начала 2016 года ушла ниже нуля и составляет $-0,1\%$. Соответствующее влияние такая монетарная политика оказывает и на доходность государственных облигаций, которая, как было показано выше, на рисунке 33, с начала того же 2016 года также отрицательна по большинству выпусков этих ценных бумаг.

of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/international_policy/reference/official_reserve_assets/e2908.html (дата обращения: 21.09.2017).

¹⁵⁴ Broda and Weinstein (2004), 'Happy News from the Dismal Science: Reassessing the Japanese Fiscal Policy and Sustainability', in Takatoshi Ito, Hugh Patrick and David E. Weinstein (eds.), *Reviving Japan's Economy*, Cambridge Mass: MIT Press. Pp. 39–78.

¹⁵⁵ W.R. Cline. Sustainability of Public Debt in the United States and Japan. Working Paper Series. WP 14–9 October 2014. Peterson Institute for International Economics, Washington, DC www.piie.com. P. 5.

Нулевые ставки сами по себе являются фактором стабильности состояния как собственно рынка государственного долга (так как становится возможным погашение старых эмиссий новыми без увеличения объема заимствований), так и бюджетной стабильности, поскольку бюджет не несет бремя увеличения расходов по обслуживанию долга. В условиях Японии дополнительными факторами стабилизации соответствующих параметров являются упомянутые выше весьма значительные резервы. Эти резервы вложены преимущественно в долговые инструменты зарубежных государств (95%, или 1204 млрд из 1268 млрд долл. по состоянию на конец августа 2017 г.). Основным инструментом, в который размещаются эти резервы, являются обязательства Казначейства США – Япония традиционно является крупнейшим их покупателем наряду с Китаем и по итогам июля 2017 года объем японских вложений в эти инструменты составлял 1113 млрд долл.¹⁵⁶, хотя не вся эта сумма представлена государственными инвестициями, небольшая часть приходится на частных держателей. Поскольку ставки по бумагам, в которые осуществляются государственные инвестиции Японии, существенно выше ставок, которые выплачиваются по японским государственным облигациям (разница составляет порядка 2–2,5% годовых), возникает дополнительный источник доходов для японского бюджета, а чистый объем выплат по государственному долгу Японии в относительном выражении в настоящее время близок к нулю. На графиках рисунка 37

¹⁵⁶ MAJOR FOREIGN HOLDERS OF TREASURY SECURITIES (in billions of dollars). Treasury International Capital (TIC) System – Home Page. URL: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx> (дата обращения: 21.09.2017).

представлено сопоставление этого показателя и показателя чистого госдолга относительно ВВП в Японии в сопоставлении с некоторыми другими странами ОЭСР, которое показывает, что проблемы, связанные с гигантским абсолютным госдолгом страны, в относительном выражении не столь значимы. В частности, у Японии относительный размер чистых выплат по обслуживанию государственных обязательств в разы ниже, чем у других стран, даже у таких благополучных в плане размера госдолга, как Германия.

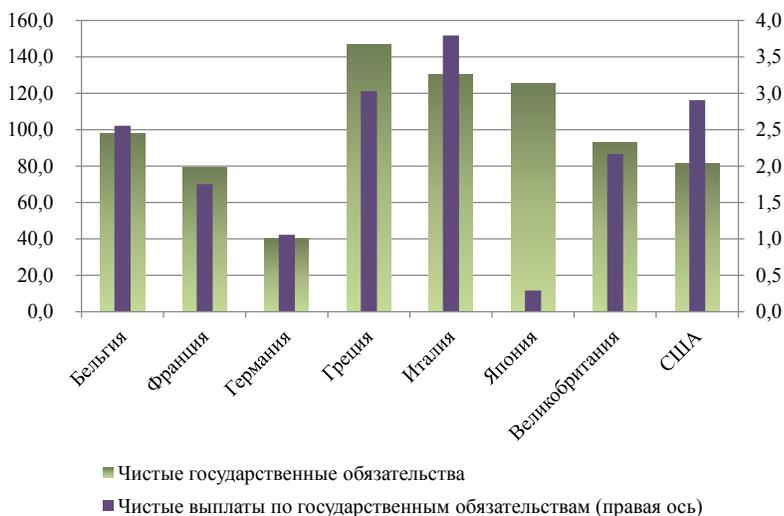


Рисунок 37. Объемы чистых государственных обязательств и чистых выплат по их обслуживанию в Японии и крупных странах ОЭСР в 2016 году, % к ВВП¹⁵⁷

¹⁵⁷ Рассчитано согласно данным ОЭСР: Interim Economic Outlook release of 20 September 2017. OECD website. URL: <http://www.oecd.org/eo/outlook/economic-outlook/> (дата обращения: 21.09.2017).

В то же время, несмотря на относительно умеренные по современным стандартам показатели чистого долга и близкие к нулевым значения чистых расходов на его обслуживание, ситуация в области государственных финансов является крайне неблагоприятной, если ее рассматривать в динамике. Тот же показатель чистого долга всего полтора десятилетия назад, в начале XXI века, у Японии был ниже в 2,5 раза и значительно ниже, чем у многих стран Европы (табл. 8). Интенсивность прироста долга, в том числе и его чистой величины, в Японии за этот период была значительно выше, чем у хронически проблемных Греции, Италии, Бельгии, в результате чего в настоящее время Япония опережает многие из них по этому показателю.

Таблица 8. Сравнительная динамика чистых государственных обязательств в Японии и других крупных экономик ОЭСР в XXI веке, % к ВВП¹⁵⁸

Годы	Бельгия	Франция	Германия	Греция	Италия	Япония	Великобритания	США
2001	98,5	34,6	33,1	90,7	96,9	52,4	26,5	33,5
2002	99,4	39,5	36,9	92,3	96,5	60,3	29,3	36,1
2003	96,1	41,6	40,0	86,3	93,2	66,7	28,4	39,5
2004	90,9	43,1	44,0	85,9	94,5	70,4	30,8	47,0
2005	89,0	41,0	46,3	82,6	95,8	66,7	31,4	46,5

¹⁵⁸ Составлено согласно данным ОЭСР: Interim Economic Outlook release of 20 September 2017. OECD website. URL: <http://www.oecd.org/eo/outlook/economic-outlook/> (дата обращения: 21.09.2017).

Продолжение

Годы	Бельгия	Франция	Германия	Греция	Италия	Япония	Великобритания	США
2006	80,7	35,5	44,6	85,6	92,3	65,7	31,8	45,1
2007	74,2	32,2	39,4	81,0	88,9	71,0	32,4	44,9
2008	76,7	42,7	41,3	91,3	91,9	81,0	39,2	51,1
2009	83,0	50,2	45,8	102,7	102,7	94,0	49,1	62,7
2010	81,8	54,6	47,7	92,1	101,2	101,5	54,6	70,2
2011	83,6	59,6	49,1	73,3	95,8	113,2	70,2	76,6
2012	92,2	67,4	49,5	105,2	111,8	118,0	71,9	80,0
2013	90,6	66,3	45,4	124,9	118,3	117,3	70,2	81,4
2014	100,3	74,3	45,4	135,3	130,4	115,0	81,1	80,8
2015	98,0	76,1	42,1	147,9	132,5	122,5	82,4	80,4
2016	98,1	79,1	40,1	147,1	130,6	125,5	92,8	81,3

Еще более интенсивно, как видно из таблицы 8, росли в XXI веке размеры чистого долга у Великобритании и США, причиной чего, как и в случае Японии, стала антикризисная политика количественного смягчения. Однако эта же политика обеспечила и резкое снижение ставок по государственным облигациям, так как центральные банки, выкупавшие эти бумаги в больших количествах, повысили тем самым спрос на них, что привело к росту цен и снижению доходности.

Данные программы, начавшиеся в США в конце 2009 года как антикризисный инструмент и распространившиеся в практике других центральных банков развитых стран, создали возможности для резкого наращивания эмиссии

государственных облигаций без угрозы для дестабилизации бюджетов. Ранее, в период относительно высоких ставок и цен облигаций, формировавшихся рыночными условиями, без их искажения прямыми интервенциями центральных банков, обслуживание долгов в современных объемах было бы непосильным для государственных бюджетов. После начала программ количественного смягчения, которые, помимо прочего, фактически сломали нормальную конъюнктуру долговых рынков, стала возможной эмиссия долга без каких-либо последствий для бюджетных расходов. Напротив, эти расходы сократились, поскольку доходности государственных облигаций снижались более интенсивно, чем рос объем долга. В результате в 2016 году объем чистых расходов по обслуживанию госдолга в США составил 2,9% ВВП при размере долга в 20 трлн долл. – меньше, чем в 1999 году (3,2% ВВП), когда долг измерялся 5,7 трлн долл.

Япония, начавшая аналогичную программу в 2012 году, также воспользовалась преимуществами искусственно подавленных доходностей государственных облигаций. По итогам 2016 года объем чистых выплат по государственным обязательствам опустился до 0,3% ВВП против 0,8% ВВП в 2012 году на фоне снижения доходности в несколько раз (в частности, доходность десятилетних бумаг сократилась с 0,8% в 2012 г. до отрицательных значений около –0,1% в 2016 г.). Таким образом, эта программа также внесла свой вклад в обеспечение устойчивости рынка государственного долга и бюджетного процесса, позволив стабилизировать и даже сократить расходы на обслуживание долга и создать возможности дальнейшего роста заимствований.

Более того, отрицательная доходность, наблюдающаяся по многим выпускам облигаций в 2016–2017 годах, дает возможность даже сократить абсолютный размер долга, хотя бы на символическую величину, за счет замещения погашаемых бумаг новыми эмиссиями с отрицательной доходностью, то есть в меньшем объеме.

Подводя итог обзору текущей ситуации в сфере государственного долга Японии и основных факторов, влияющих на эту ситуацию, можно сделать вывод, что в настоящее время государственная задолженность, характеризующаяся беспрецедентным для развитых стран размером, отличается, тем не менее, стабильностью и не имеет высокого кризисообразующего потенциала. Стабильность рынка государственных обязательств, выражающаяся в их ценах, доходности и волатильности, достаточно высока, обеспечивается специфической структурой заемщиков с преобладающей долей среди них государственных институтов, реализацией Банком Японии программы монетарного стимулирования, а также благоприятными внешними условиями, привлекающими в японские облигации растущее количество иностранных инвесторов. В то же время остается открытым вопрос о запасе прочности сложившейся системы и ее устойчивости в условиях тех вызовов, с которыми сталкивается японская экономика в XXI веке.

3.3. Экономика и ее влияние на перспективы экономического развития Японии

Проблемы японской экономики, проявившиеся в длительной стагнации периода «потерянных десятилетий»,

и новые вызовы XXI века, связанные с гипертрофированным государственным долгом, грозящим неуправляемой разбалансированностью всей системы государственных финансов, обусловили необходимость пересмотра экономической политики государства. Новый курс, направленный как на оживление производственной активности, так и на нормализацию государственных финансов, был заявлен в рамках экономической политики Синдзо Абэ, вторично занявшего пост премьер-министра Японии в декабре 2012 года. Этот экономический курс, отличающийся некоторыми характерными особенностями, получил название «абэномика» и проводится с начала 2013 года по настоящее время.

Основой абэномики стали три вектора (или буквально «стрелы» – *police arrows*) – агрессивная монетарная политика, гибкая налоговая политика и стратегия роста на основе структурных реформ. Одним из целевых индикаторов стало достижение размера ВВП в 600 трлн иен, а также повышение производительности труда и рост рабочей силы в условиях демографических изменений¹⁵⁹. Кроме того, предполагалось использование традиционного инструмента стимулирования – государственных расходов, которые должны были увеличиться на 2 процентных пункта ВВП.

Отдельные направления реализации абэномики также имели свои целевые индикаторы. В частности, монетарная политика была направлена на рост инфляции до 2% в год с отметок ниже нуля, которые наблюдались в период с 2009-го по 2011 год, а также на девальвацию иены, которая в пе-

¹⁵⁹ About ABENOMICS. The Government of Japan website. URL: <https://www.japan.go.jp/abonomics/index.html> (дата обращения: 02.10.2017).

риод с 2007-го по 2012 год укрепилась к доллару более чем на треть, подрывая конкурентоспособность японского экспорта. Основным инструментом монетарной политики (как и всей абэномики в целом) стало количественное смягчение, о котором Банк Японии объявил в апреле 2013 года. Как и в других странах, использовавших этот инструмент ранее, в рамках борьбы с кризисом 2008–2009 годов и его последствиями в Японии количественное смягчение проводилось посредством выкупа центральным банком с рынка облигаций с целью «расширения денежной базы»¹⁶⁰. Так же, как и в других странах, выкупались преимущественно государственные облигации, объем выкупа которых первоначально был заявлен на уровне около 50 трлн иен в год.¹⁶¹ Спустя полтора года, в октябре 2014 года, Банк Японии увеличил объем выкупа активов до 80 трлн иен в год.

Первые, очень быстрые и значительные результаты нового курса японского правительства были ожидаемо получены на финансовых рынках, которые начали реагировать на декларации С. Абэ еще до его избрания и до объявления курса на масштабное стимулирование экономики. Уже в октябре 2012 года началось быстрое снижение курса иены, который к моменту объявления количественного смягчения упал к доллару уже на 23% и продолжил снижение в дальнейшем, что привело в итоге к максимальным значениям курса доллара к иене на уровне 125 к середине 2015 года. Девальвация иены за два с половиной года составила около 65%. Этот фактор, а также запуск количественно-

¹⁶⁰ Introduction of the “Quantitative and Qualitative Monetary Easing”. Bank of Japan, April 4, 2013. URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf. P. 1.

¹⁶¹ Ibid.

го смягчения обусловили и резкий рост фондового рынка Японии, который вырос за тот же период (с октября 2012-го до середины 2015 г.) более чем в 2 раза – по индексу *Nikkei-225* с 9000 до 20 500 пунктов.

В настоящее время оценки результатов абэномики скорее положительны. Официальные оценки японского правительства характеризуют итоги четырех лет реализации этого курса как безусловно позитивные, представляя в качестве подтверждения следующую таблицу (табл. 9), демонстрирующую прогресс основных макроэкономических корпоративных показателей.

Таблица 9. Некоторые индикаторы состояния японской экономики до и после реализации абэномики («до» – 2012 финансовый год, «после» – 2016 финансовый год)¹⁶²

Показатель	Ед. изм.	До абэномики	После абэномики
Номинальный ВВП	иены	495 трлн	537 трлн
Фондовый индекс <i>Nikkei-225</i>	иены	8 803	19 687
Корпоративная прибыль	иены	48,5 трлн	68,2 трлн
Инвестиции в капитал	иены	71,8 трлн	82,6 трлн
Количество занятых (в т.ч. женщин)	чел.	62,7 млн (26,6 млн)	64,7 млн (28,1 млн)
Уровень безработицы	%	4,5	2,8
Налоговые доходы	иены	42,3 трлн	57,7 трлн
Объем выпуска государственных облигаций	иены	44,2	34,4
Уровень зависимости бюджета от облигаций	%	38,1	35,6

¹⁶² Abenomics – for future growth, for future generations, and for future Japan that is robust. The Government of Japan website. URL: <https://www.japan.go.jp/abenomics/index.html> (дата обращения: 02.10.2017).

Не все показатели данной таблицы могут расцениваться как однозначный успех, особенно с учетом фактора девальвации японской валюты, однако ряд достижений, в частности на рынке труда и в области государственных финансов, бесспорны. Устойчивое сокращение объемов выпуска государственных облигаций, поступательно происходящее в течение четырех лет, наблюдается впервые с 1980-х годов, в бюджете на 2016 финансовый год уровень зависимости от выпуска облигаций снизился до девятилетнего минимума¹⁶³. Сокращение зависимости от долгового финансирования при этом во многом было обусловлено быстрым ростом налоговых доходов бюджета, объем которых в бюджете на 2017 финансовый год заложен на уровне 57,7 трлн иен¹⁶⁴ против 42,3 трлн иен в бюджете 2012 года¹⁶⁵.

Успешность абэномики отмечают и многие наблюдатели, причем даже на этапе ее обнародования намеченные меры рассматривались специалистами как многообещающие и эффективные. Так, Дж. Стиглиц в апреле 2013 года отмечал, что «имеются все основания верить, что японская стратегия обновления экономики окажется успешной <...> Если все планы Абэ будут успешно осуществлены, то сегодняшняя уверенность в росте окажется оправданной»¹⁶⁶. МВФ в июне 2017 года выпустил заяв-

¹⁶³ Japan's bond dependency ratio set to fall to 35%, lowest in nine years. Japan Times, DEC 21, 2015. URL: <https://www.japantimes.co.jp/news/2015/12/21/business/nations-bond-dependency-ratio-set-fall-35-lowest-nine-years/#.WdMd76slJXg> (дата обращения: 03.10.2017).

¹⁶⁴ Japanese Public Finance Fact Sheet. Ministry of Finance, 2017. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2017/03.pdf>. P. 4.

¹⁶⁵ Japanese Public Finance Fact Sheet. Ministry of Finance, 2013. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2013/factsheet2013.pdf>. P. 3.

¹⁶⁶ *Стиглиц*: обещания «абэномики» // Вести. Экономика. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/26035> (дата обращения: 03.10.2017).

ление, в котором утверждается, что абэномика улучшила экономические условия и вызвала структурные реформы: «...абэномика была успешной в смягчении финансовых условий, увеличении корпоративных прибылей и росте занятости. Структурные реформы достигли прогресса в области либерализации энергетики и сельского хозяйства, торговли, инвестиций и корпоративного управления. Пересмотренные данные национальных счетов показывают более интенсивный рост ВВП в 2013–2015 годах, чем ожидаемые оценки, достигнутый, главным образом, за счет частных инвестиций и потребления»¹⁶⁷. Некоторые авторы отмечают, что достижения абэномики проявляются не только на макро-, но и на микроуровне, а также в отдельных специфических сферах. Так, М. Вакатабе обращает внимание на то, что вместе со снижением безработицы в период реализации абэномики резко снизилось число самоубийств, находящихся сейчас на самом низком уровне с 1990 года¹⁶⁸.

В то же время существует и достаточно обширная критика политики С. Абэ. Так, П. Кругман указывает, что из предполагавшихся трех «стрел» выстрелила только одна – монетарная¹⁶⁹. Мнение о том, что абэномика реализуется преимущественно за счет монетарных инстру-

¹⁶⁷ Japan: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission. June 19, 2017. International Monetary Fund website. URL: <http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/06/19/MS061917-Japan-Staff-Concluding-Statement-of-2017-Article-IV-Mission> (дата обращения: 03.10.2017).

¹⁶⁸ Why Abenomics Must Go On. Forbes, AUG 7, 2017. URL: <https://www.forbes.com/sites/mwakatabe/2017/08/07/why-abenomics-must-go-on/#421fad471e51> (дата обращения: 03.10.2017).

¹⁶⁹ The Conscience of Liberal. *Paul Krugman*. Abenomics and the Single Arrow. Aug 15, 2016. URL: <https://krugman.blogs.nytimes.com/search/Abenomics> (дата обращения: 03.10.2017).

ментов, прежде всего количественного смягчения Банка Японии, разделяется многими экономистами, в том числе и внутри страны. Так, И. Каватэ и С. Сигета пишут, что «правительство и центральный банк сфокусировались на первых двух «стрелах». Активы Банка Японии достигли 500 трлн иен (4,53 трлн долл. США), в то время как долгосрочные процентные ставки остаются ниже нуля. По линии налоговой политики Япония прошла через семь бюджетов в последние пять лет, истратив около 25 трлн иен»¹⁷⁰. Многие авторы также отмечают, что, несмотря на итоговый прогресс макроэкономических показателей за весь период реализации абэномики, в отдельные годы наблюдался их регресс вплоть до рецессии, успехи в бюджетной сфере связаны, прежде всего, с повышением ставки НДС с 5 до 8% в 2014 году, а уровень инфляции остается далеким от целевых 2%. Дж. Макбрайд и Б. Сю отмечают, что «экономика скатывалась в рецессию в 2014 году и, хотя вернулась к росту около 1% в 2015 и 2016 годах, потребительские цены продолжали падать. Низкая безработица и давление правительства на корпоративных лидеров помогли зарплатам расти, но этот рост замедлился»¹⁷¹. При этом критике подвергаются и результаты самого действенного инструмента абэномики – монетарной политики Банка Японии. Например, Р. Коно считает, что «экстремальные расходы и другие меры при-

¹⁷⁰ IORI KAWATE and SHUNSUKE SHIGETA. Abenomics enters fifth year without clear results. Nikkey Asian Review, June 11, 2017. URL: <https://asia.nikkei.com/Politics-Economy/Policy-Politics/Abenomics-enters-fifth-year-without-clear-results> (дата обращения: 03.10.2017).

¹⁷¹ James McBride and Beina Xu. Abenomics and the Japanese Economy. Council on Foreign Relations. Last updated February 10, 2017. URL: <https://www.cfr.org/backgrounder/abenomics-and-japanese-economy> (дата обращения: 03.10.2017).

вели к искажению размещения ресурсов в экономике и снижению производительности»¹⁷².

На наш взгляд, оценивая реализуемый в настоящее время в Японии экономический курс, нужно рассматривать не только его результаты, но и то, какой ценой они достигаются. Говоря о промежуточных итогах абэномики, нельзя не отметить их неоднозначность. Да, прогресс, приводимый в данных таблицы 9, имеется, но при более детальном его рассмотрении он выглядит не слишком впечатляющим и, кроме того, данная таблица, размещенная на сайте правительства, имеет избирательный характер, отражая только те показатели, которые демонстрируют положительную динамику. Между тем в период абэномики некоторые важнейшие для японской экономики сферы демонстрируют спад, причем достаточно существенный. В частности, с 2012 года происходит снижение объема экспорта товаров и услуг – в 2015 году он сократился на 14,3% и составил 773 млрд долл., вернувшись к уровню 2006–2007 годов, при том что в течение десятилетия, предшествовавшего началу абэномики, экспорт устойчиво и интенсивно рос, удвоившись с 2002-го по 2011 год¹⁷³. Еще большими темпами в период абэномики падал импорт в Японию, что, очевидно, было обусловлено резкой девальвацией иены и ростом стоимости импортных товаров почти в 1,5 раза относительно уровня 2012 года. Экономический рост, как отмечают многие экспер-

¹⁷² IORI KAWATE and SHUNSUKE SHIGETA. Abenomics enters fifth year without clear results. Nikkey Asian Review, June 11, 2017. URL: <https://asia.nikkei.com/Politics-Economy/Policy-Politics/Abenomics-enters-fifth-year-without-clear-results> (дата обращения: 03.10.2017).

¹⁷³ DataBank. World Development Indicators. The World Bank website. URL: http://data-bank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.CD&id=1ff4a498&report_name=Popular-Indicators&populartype=series&ispopular=y (дата обращения: 04.10.2017).

ты, в период абэномики отличался неустойчивостью, и после первоначального рывка в 2013 году, когда ВВП увеличился на 2%, последовала обычная для последних лет вялая динамика в интервале от 0,3 до 1,2%, причем в отдельные кварталы 2014 года наблюдался спад. Средний же показатель экономического роста за четыре года (2013–2016 гг.) составил всего 1,1%, что сложно назвать достижением.

При этом, вследствие девальвации иены, рост, демонстрируемый японской экономикой (а также и ее отдельными сферами) нивелируется в контексте международных сопоставлений, поскольку в иностранной валюте соответствующие показатели демонстрируют сильный спад. Такова ситуация с ВВП, который в долларовом выражении сократился с 2012-го по 2016 год на 20,4% (с 6203 до 4939 млрд долл.), с ВВП на душу населения и многими другими индикаторами. Поэтому, несмотря на формально положительные показатели роста, роль Японии в мировой экономике продолжала уменьшаться и в период реализации абэномики – удельный вес страны в мировом ВВП сократился с 8% в 2012 году до 6,5% в 2016 году.

Девальвация иены также вызывает определенный скепсис в отношении индикативных целей абэномики, в частности курса на достижение размера ВВП в 600 трлн иен. Очевидно, что размер ВВП в иенах непосредственно зависит от курса японской валюты и ее девальвация способна приблизить достижение целевого ориентира даже без реальных экономических достижений. Однако размер ВВП по итогам 2016 года в 537 трлн иен все же был относительно невелик в контексте этой задачи, принимая во внимание тот факт, что рост данного показателя с 2012 года (когда объем ВВП составлял 495 трлн иен) измерялся всего 8,5%, тогда как курс доллара к

иене вырос с тех пор примерно на 40%. О недостаточной эффективности мер экономического стимулирования говорит и тот факт, что заявленная изначально Банком Японии цель монетарного стимулирования в достижении инфляцией уровня в 2% была выполнена в 2014 году (когда она составила 2,76% на фоне роста ставки НДС), однако количественное смягчение не было свернуто, напротив, его масштабы увеличились. Это объяснимо, поскольку в том же году Япония вновь балансировала на грани рецессии и необходимость в стимулах не сократилась, а возросла. Также можно отметить, что опыт 2014 года показал противоречивость задач по ужесточению финансовой дисциплины и нормализации государственных финансов (на что было направлено повышение НДС) и стимулирование экономического роста – достижение первой цели – немедленно и негативно отразилось на второй.

Неоднозначность результатов абэномики еще больше проявляется при их сопоставлении с масштабами стимулирующих мер. Основной из этих мер остается количественное смягчение Банка Японии, в результате осуществления которого посредством покупки облигаций размер активов центрального банка страны превысил в середине 2017 года 5 трлн долл.¹⁷⁴ – астрономическую величину, превосходящую размер активов ФРС США и почти равную аналогичному показателю Европейского центрального банка при том, что размер японской экономики почти в 4 раза меньше американской и в 3 раза – еврозоны. Также такой объем активов Банка Японии означает, что они превышают размер японского ВВП, что является беспрецедентным соотношением, свидетельствующим

¹⁷⁴ Банк Японии не изменил денежно-кредитную политику // Вести. Экономика. 21.09.2017. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/91270> (дата обращения: 04.10.2017).

щим о сильнейшей разбалансированности японской финансовой системы. Эта ситуация стала следствием выкупа в период с 2012 года государственных облигаций на сумму более 320 трлн иен, в результате чего их объем у Банка Японии на середину 2017 года составил 436 трлн иен¹⁷⁵.

Эффективность данных мер в плане их влияния на экономический рост может быть оценена путем сопоставления объемов выкупа активов и прироста ВВП за период действия программы количественного смягчения в Японии с другими крупнейшими экономиками, осуществлявшими аналогичные программы (табл. 10).

Таблица 10. Сравнительные параметры объемов выкупа активов в рамках количественного смягчения и объемов прироста ВВП в Японии, США, Великобритании и еврозоне¹⁷⁶

	Прирост активов центрального банка	Прирост ВВП	Соотношение прироста активов и прироста ВВП
Япония, млрд иен	318 135	42 412,7	7,5

¹⁷⁵ Bank of Japan Accounts/BOJ's main statistical data. URL: [http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme_a000_en&lstSelection=BS01](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000_en&lstSelection=BS01) (дата обращения: 04.10.2017).

¹⁷⁶ Составлено согласно данным из следующих источников: Central Bank Assets for Euro Area (11–19 Countries). FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETS#0> (дата обращения: 05.10.2017); Total Central Bank Assets for United Kingdom). FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/UKASSETS#0> (дата обращения: 05.10.2017); All Federal Reserve Banks: Total Assets. FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL#0> (дата обращения: 05.10.2017); DataBank. World Development Indicators. The World Bank website. URL: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.CD&id=1ff4a498&report_name=Popular-Indicators&populartype=series&ispopular=y# (дата обращения: 04.10.2017); Bank of Japan Accounts/BOJ's main statistical data. URL: [http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme_a000_en&lstSelection=BS01](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000_en&lstSelection=BS01) (дата обращения: 04.10.2017).

Продолжение

	Прирост активов центрального банка	Прирост ВВП	Соотношение прироста активов и прироста ВВП
США, млн долл.	3 606 998	2 916 103	1,2
Еврозона, млн евро	1 658 469	2 036 842	0,8
Великобритания, млн фунтов	308 140	175 311	1,8

В таблице 10 сопоставлены показатели увеличения активов центральных банков за время реализации ими программ количественного смягчения с показателем прироста номинального размера ВВП соответствующих экономик за этот же период в национальных валютах. Последнее обстоятельство важно, так как, вследствие изменения курса валют относительно доллара США, которое у всех трех экономик – Японии, Великобритании и еврозоны – было отрицательным, долларовые приросты ВВП отсутствовали. В последнем столбце таблицы 10 приводится рассчитанное автором соотношение первых двух показателей, которое можно принять в качестве агрегированного индикатора успешности программ монетарного стимулирования. Значение этого соотношения показывает, сколько денежных единиц потребовалось в каждом случае для обеспечения прироста ВВП на одну единицу. И в данном случае ситуация в Японии резко выделяется в худшую сторону в сравнении с другими ведущими развитыми экономиками. Банк Японии увеличил за счет выкупа активов свой баланс на 318 трлн иен с 2012-го по 2016 год, но это стимулирование сопровождалось ростом ВВП всего на 42 трлн иен – величину, меньшую в 7,5 раз. На наш взгляд, такой результат невозможно назвать удачным, особенно с

учетом того, что инструмент количественного смягчения сам по себе является очень спорным. И даже в тех странах, где его эффективность была в разы выше, он создал множество системных проблем долгосрочного характера.

В то же время количественное смягчение как основная часть абэномики оказала очень значимый эффект на ключевую, по нашему мнению, проблему японской экономики – долговую. Беспрецедентные масштабы выкупа активов Банком Японии, наряду с низким (в последнее время даже отрицательным) размером учетной ставки регулятора, оказали, как отмечалось в предыдущем разделе, сильнейшее влияние на долговой рынок страны. Это позволило снизить до нулевых и отрицательных значений доходность государственных облигаций и резко замедлить процесс наращивания государственного долга, а также очень значительно сократить расходы на его обслуживание и зависимость бюджета от государственных облигаций. Благодаря нулевым ставкам доходности, программа государственного стимулирования экономики в Японии не привела, как в других странах, к резкому росту государственного долга, его абсолютный размер увеличился с 2012-го по 2016 год всего на 8%. Для сравнения: в США объем федерального государственного долга в период реализации программы количественного смягчения вырос почти в 2 раза – с 9,5 до 18,1 трлн долл.¹⁷⁷ При этом относительный размер государственного долга Японии в период реализации абэномики стабилизировался и даже сокращался в 2015–2016 годах, чего не наблюдалось в период с 2006-го по 2007 год.

¹⁷⁷ Federal Debt: Total Public Debt. FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN> (дата обращения: 05.10.2017).

Снижение доходности государственных обязательств Японии было непосредственно обусловлено их закупкой центральным банком страны. Взаимосвязь процентных ставок и объемов государственных облигаций на балансе Банка Японии в период реализации абэномики носит явно выраженный обратно пропорциональный характер (рис. 38), причем падение доходности обуславливалось именно этим направлением монетарной политики, а не использованием других ее инструментов, например таких, как изменение учетной ставки центрального банка, которая фактически не менялась с 2011 года.



Рисунок 38. Сравнительная динамика объемов государственных облигаций у Банка Японии и их рыночной доходности в период абэномики¹⁷⁸

¹⁷⁸ Рассчитано согласно данным из следующих источников: Interest Rate. Ministry of Finance Japan. URL: http://www.mof.go.jp/english/jgbs/reference/interest_rate/index.htm (дата обращения: 05.10.2017); Bank of Japan Accounts. BOJ's main statistical data. URL: [http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme_a000_en&lstSelection=BS01](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000_en&lstSelection=BS01) (дата обращения: 05.10.2017).

На фоне массированного выкупа Банком Японии облигаций с рынка и обусловленного этим фактором падения их доходности наблюдался заметный прогресс в сфере государственных финансов (табл. 11). Иногда этот прогресс выражался в сокращении проблемных показателей – так, очень значительно уменьшился объем эмиссии государственных облигаций и коэффициент зависимости бюджета от их выпуска. Иногда прогресс выражался в сокращении прироста этих показателей, в частности произошло резкое замедление темпов прироста государственного долга и расходов бюджета по его обслуживанию.

Таблица 11. Динамика основных показателей, характеризующих государственные финансы Японии в период абэномики, млрд иен, если не указано иное¹⁷⁹

	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
Объем государственного долга	958 639	997 218	1 017 946	1 029 921	1 044 590	1 066 423
Расходы бюджета по обслуживанию гос-долга	21 549	21 944	22 242	23 270	23 451	23 612

¹⁷⁹ Рассчитано согласно данным из следующих источников: BOJ's main statistical data. Bank of Japan website. URL: http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html (дата обращения: 19.09.2017); FINANCIAL STATISTICS OF JAPAN 2016. Policy Research Institute. Ministry of Finance Japan. URL: http://www.mof.go.jp/english/pri/publication/financial_statistics_of_japan/2016.htm (дата обращения: 05.10.2017); Central Government Debt. Ministry of Finance Japan. URL: <http://www.mof.go.jp/english/jgbs/reference/gbb/index.htm> (дата обращения: 05.10.2017).

Продолжение

	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
Объем выпуска облигаций для финансирования бюджетного дефицита	38 208	38 335	37 076	35 248	30 860	28 382
Объем выплат процентов по государственным облигациям	9 924	9 840	9 870	10 098	10 115	9 869
Уровень зависимости бюджета от облигаций, %	47,9	49,0	46,3	43,0	38,3	35,6
Объем государственных облигаций у Банка Японии	77 146	97 422	160 597	236 379	319 113	399 888

Однако это благополучие было обеспечено беспрецедентным вмешательством центрального банка в рыночные процессы. Объемы выкупа государственных облигаций Банком Японии с 2012-го по 2016 год превысили 300 трлн иен, а к осени 2017 года достигли 340 трлн, и программа количественного смягчения не прекращается. Таким образом, в ходе абэномики японский центральный банк уже выкупил государственных облигаций примерно в 1,5 раза больше, чем ФРС США (там объем выкупа обязательств Казначейства составил около 2 трлн долл.), а темпы выкупа не снижаются. Так, в октябре 2017 года глава Банка Японии Х. Курода заявил, что «регулятор намерен продол-

жать свои смелые монетарные программы»¹⁸⁰ до достижения цели в 2% годовой инфляции. Учитывая, что уровень инфляции осенью 2017 года почти втрое отставал от этого ориентира, выкуп облигаций на 80 трлн иен в год может продолжаться еще несколько лет, что грозит довести объем этих бумаг на балансе Банка Японии почти до квадриллиона иен к 2022–2023 годам. В этой связи встает вопрос о последствиях данной политики для Банка Японии, государственных финансов, финансовой системы в целом и, наконец, для макроэкономической стабильности.

Банк Японии, в связи с агрессивным количественным смягчением, пережил в последние годы резкий рост доли государственных облигаций в своих активах. С 2011-го по 2016 год их удельный вес вырос с 63,1 до 86,1%¹⁸¹. Сам по себе высокий удельный вес этого вида активов не является проблемой для состояния баланса центрального банка. Например, в США доля казначейских обязательств на балансе ФРС была примерно такой же именно в спокойных условиях до кризиса. Так, в 2000-е годы она колебалась в пределах 86–90% и начала падать именно после разворачивания ФРС программы количественного смягчения, достигнув в 2011–2015 годах уровня около 55%¹⁸². В случае

¹⁸⁰ Глава Банка Японии, Харухико Курода: Банк Японии намерен сохранить все программы стимулов на прежних уровнях. Форекс-портал "FxTeam". 16.10.2017. URL: <https://www.fxteam.ru/forex/fxteam-news/174621.html> (дата обращения: 16.10.2017).

¹⁸¹ Рассчитано автором согласно данным Банка Японии: BOJ's main statistical data. Bank of Japan website. URL: http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html (дата обращения: 19.09.2017).

¹⁸² Рассчитано автором согласно данным ФРС США: All Federal Reserve Banks: Total Assets. FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL#0> (дата обращения: 05.10.2017); U.S. Treasury securities held by the Federal Reserve: All Maturities. FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL#0> (дата обращения: 16.10.2017).

США сокращение доли государственных бумаг произошло за счет того, что ФРС выкупила в больших количествах негосударственные ипотечные облигации, которые и «разбавили» казначейские обязательства на ее балансе. В японской программе количественного смягчения, напротив, выкупались именно государственные бумаги, что и привело к росту их доли, который сам по себе не стал чем-то экстраординарным.

Проблемы с балансом центрального банка, перегруженным выкупленными активами, заключаются в другом. Во-первых, увеличение баланса является следствием накопления экономики, по сути, необеспеченными деньгами, что неприемлемо в соответствии с доминирующими в настоящее время теоретическими концепциями и должно вести к росту инфляции. Впрочем, ожидаемого роста инфляции не происходит, на наш взгляд, потому, что деньги от количественного смягчения уходят на финансовые рынки и происходит инфляция не товаров и услуг (как ожидалось), а финансовых активов¹⁸³. Во-вторых, наращивание активов на балансе центрального банка должно компенсироваться ростом пассивов, обязательств, что происходит за счет увеличения объема депозитов в Банке Японии. В период реализации абэномики, с 2012-го по 2016 год, прирост объема госбумаг на балансе центрального банка в размере 322 231 млрд иен практически полностью соответствовал приросту объема депозитов в нем коммерческих банков в размере 321 883 млрд иен.

¹⁸³ Подробнее этот тезис раскрывается нами в следующей работе: *В.Ю. Додонов. Монетарная политика ФРС как фактор возникновения глобального финансового кризиса // Проблемы национальной стратегии. N 2 (35). 2016. С. 131–149.*

Это означало, что банки все больше средств фактически замораживали на счетах Банка Японии, вместо того чтобы кредитовать экономику, при том что в японской экономической модели традиционно основным источником финансирования являлись именно банковские кредиты. Одной из проблем «потерянных десятилетий» и причин экономической стагнации стало именно сокращение кредитования банками экономики. Абэномика не смогла активизировать роль банковской системы в экономическом росте – соотношение банковских кредитов частному сектору и ВВП в период с 2012-го по 2015 год практически не изменилось (103,6% в 2012 г. и 103,1% в 2015 г.¹⁸⁴). По нашему мнению, одной из основных причин этого застоя стала монетарная политика Банка Японии, который, наращивая активную часть своего баланса в процессе выкупа государственных облигаций, должен был также пропорционально увеличивать и обязательства, привлекая депозиты банков. При этом отдельным последствием данной политики было снижение доходности деятельности банков вследствие размещения ими средств на депозитах Банка Японии, которые имели нулевую или даже отрицательную (с начала 2016 г.) процентную ставку.

В отличие от стагнации банковской активности в реальном секторе экономики, на других сегментах финансового рынка количественное смягчение Банка Японии привело к заметным сдвигам. С 2012 года, в преддверии анонсированных стимулов, начался бурный рост фондового рын-

¹⁸⁴ Domestic Credit to Private Sector by Banks (% of GDP). DataBank. World Development Indicators. The World Bank website. URL: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.МКТР.CD&id=1ff4a498&report_name=Popular-Indicators&populartype=series&ispopular=y (дата обращения: 17.10.2017).

ка и снижение курса иены (рис. 39). С начала 2012 года фондовый индекс *Nikkei-225* вырос более чем в 2 раза, с 8700 до 19 900 пунктов, курс доллара к иене (в пиковых значениях 2015 г.) – в 1,5 раза. На этом фоне наблюдалась стагнация объемов кредитования экономики и это означало, что практически весь объем предоставляемой Банком Японии ликвидности уходил не в активизацию экономических процессов, а в спекуляции на финансовых рынках.

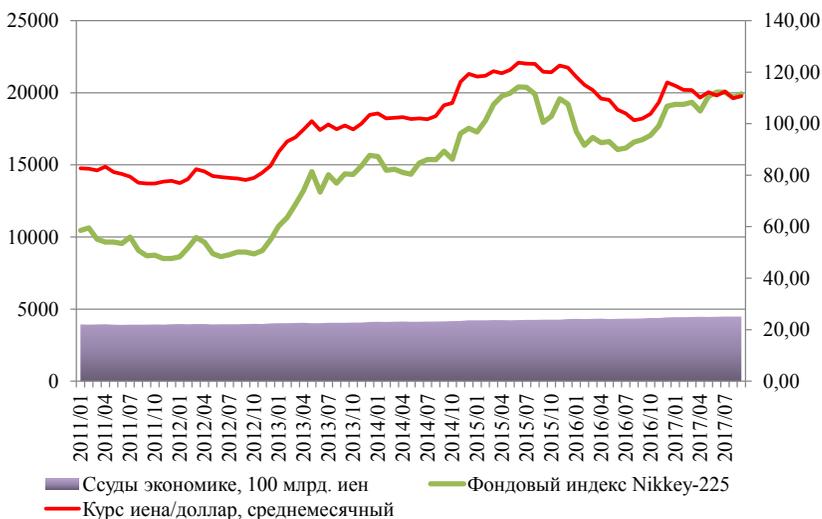


Рисунок 39. Влияние абзномики на основные финансовые рынки Японии¹⁸⁵

¹⁸⁵ Рассчитано согласно данным из следующих источников: Principal Figures of Financial Institutions. BOJ's main statistical data. Bank of Japan website. URL: http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html (дата обращения: 16.10.2017); Foreign Exchange Rate (Tokyo Market Interbank Rates). BOJ's main statistical data. Bank of Japan website. URL: http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html (дата обращения: 16.10.2017); Nikkei Stock Average, Nikkei 225. FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/NIKKEI225> (дата обращения: 16.10.2017).

Такой сценарий реализации количественного смягчения не стал уникальной особенностью Японии, но полностью повторил развитие событий в США и других государствах, где использовался данный нетрадиционный инструмент монетарной политики. В этих странах также основной объем ликвидности центральных банков уходил на финансовые рынки, а не в реальный сектор, и цели монетарного стимулирования по оживлению производства, потребления и разгону инфляции не достигались.

Возвращаясь к вопросу о последствиях абэномики в ее ключевом элементе – количественном смягчении – для финансового сектора страны и макроэкономической стабильности, можно отметить, что текущая ситуация имеет ряд признаков, сближающих ее с периодом надувания финансовых пузырей 1980-х годов. Во второй половине 1980-х годов также имел место рост фондового индекса *Nikkei-225* более чем в 2 раза, непосредственно перед кризисом снижался курс иены, хотя не столь сильно, как во время абэномики, росли цены на недвижимость (в период абэномики цены жилой недвижимости выросли на 12%¹⁸⁶).

Таким образом, явными последствиями реализации абэномики для финансовой системы Японии стало формирование пузыря на фондовом рынке, стагнация банковского кредитования, падение доходов банковского сектора по причине низких ставок, девальвация иены. Положительным итогом этой программы, как отмечалось выше, стало улучшение ситуации с государственным долгом и бюджетным процессом. Баланс плюсов и минусов количест-

¹⁸⁶ Long series on nominal residential property prices. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. URL: http://www.bis.org/statistics/pp_long.htm (дата обращения: 17.10.2017).

венного смягчения неустойчив, и при всей важности для японской экономики долговой проблемы негативные аспекты абэномики в настоящее время представляются очень опасными, так как их деструктивный потенциал достиг уровней, на которых может начаться его реализация. При этом сохранение курса и продолжение выкупа активов на 80 трлн иен в год будет неизбежно усугублять ситуацию, наращивая разрушительный потенциал предпосылок нового кризиса. Особенно необходимо отметить, что продолжение количественного смягчения бьет по банковскому сектору, вынуждая его размещать все больше средств на депозитах Банка Японии с отрицательной доходностью и сокращая доходы банков в других сферах из-за тех же низких ставок, то есть у основного источника финансирования экономики – банков, вследствие политики абэномики, поступательно ухудшается положение, что сказывается и на состоянии других секторов.

Опасность реализации кризисного сценария по мере раздувания пузыря фондового рынка и усиления других финансовых дисбалансов (отрицательных процентных ставок, девальвации иены, роста цен недвижимости) на фоне стагнации реального сектора или даже сокращения некоторых ключевых показателей (например, экспорта) усиливается двумя факторами. Во-первых, в случае возникновения такого кризиса у Банка Японии не останется рычагов его купирования. Так, единственным инструментом в условиях отрицательных ставок и так называемой «ловушки ликвидности» является выкуп активов, но этот инструмент уже используется по максимуму. Поэтому в случае обрушения финансовых рынков регулятору будет

нечем противодействовать кризису. Во-вторых, в случае обвала финансовых рынков резко обострится ситуация и на самом опасном их сегменте – рынке государственных долговых обязательств. Его падение приведет к резкому росту доходности облигаций и, как следствие, к пропорциональному росту стоимости обслуживания госдолга, который обусловит значительное увеличение бюджетных расходов по этой статье и разбалансирует бюджетный процесс. Таким образом, правительству и центральному банку придется иметь дело не только с кризисом на финансовых рынках, но и в системе государственных финансов в условиях системной стагнации реального сектора. Учитывая, что этот кризис будет происходить на фоне беспрецедентного размера государственного долга, масштаб возможных потрясений может существенно превзойти кризис начала 1990-х годов, вылившийся в несколько потерянных десятилетий.

Подводя итог обзору экономической политики кабинета С. Абэ и ее влияния на макроэкономическую ситуацию, можно сделать вывод, что наиболее позитивны ее результаты были для системы государственных финансов, однако использование инструмента количественного смягчения носило чрезмерно агрессивный характер и привело к созданию предпосылок нового финансового кризиса. При этом макроэкономические результаты абэномики не имели явно выраженного положительного эффекта, а в некоторых сферах даже привели к спаду. Исходя из пятилетнего опыта реализации данной политики, можно прогнозировать, что ее дальнейшее использование не приведет к улучшению ситуации в японской экономике, не позволит достиг-

нуть ключевых целей (таких, как уровень инфляции в 2% или размер ВВП в 600 трлн иен), но существенно усугубит проблемы в финансовом секторе. Параллели с 80-ми годами прошлого века позволяют прогнозировать возникновение нового мощного кризиса в перспективе трех-четырех лет, который приведет к новому периоду длительной депрессии японской экономики.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. *M. Saito*. The Japanese economy. World Scientific Publishing Co. Singapore, 2000.
2. *Sh.T. Otsubo*. Post-war Development of the Japanese Economy. Nagoya University, 2007. P. 13. URL: [http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy\(Otsubo_NagoyaU\).pdf](http://www.gsid.nagoya-u.ac.jp/sotsubo/Postwar_Development_of_the_Japanese%20Economy(Otsubo_NagoyaU).pdf).
3. *R.E. Dolan, R.L. Worden*, editors. Japan: A Country Study. Washington: GPO for the Library of Congress, 1994.
4. The Economic History of Japan, 1600–1990. Volume 3: Economic History of Japan 1914–1955. A Dual Structure. Edited by Takafusa Nakamura, Konosuke Odaka. Oxford University Press, 2003. P. 92.
5. *K. Hamada, M. Kasuya*. The Reconstruction and Stabilization of the Postwar Japanese Economy: possible lessons for Eastern Europe? Yale University, 1992. P. 15.
6. *J.M. Herbener*. The Rise and Fall of the Japanese Miracle. Mises Daily Articles, 09.20.1999. Mises Institute website. URL: <https://mises.org/library/rise-and-fall-japanese-miracle>.
7. *M.H. NDIATH*. The Determinants of the Japanese Economic Growth (1960–1990) and the Causes of its Recession (1990–2009). Ritsumeikan Asia Pacific University, 2011. P. 139. URL: <http://r-cube.ritsumei.ac.jp/bitstream/10367/3665/1/51209659.pdf>.
8. Экономическая история зарубежных стран. Курс лекций / *Н.И. Полетаева, В.И. Голубович, Л.Ф. Пашкевич* и др. Под общ. ред. В.И. Голубовича. Мн.: Экоперспектива, 1997. 432 с.

9. Fiscal and Monetary Policies of Japan in Reconstruction and High-Growth – 1945 to 1971. Ministry of Finance Institute of Fiscal and Monetary Policy. April 2010. P. 54.

10. The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience / Ed. S.A. Marglin, J.B. Schor. Oxford University Press, New York, 1990.

11. *T. Vonyó*. Socialist Industrialisation or Post-War Reconstruction? Understanding Hungarian Economic Growth, 1949–1967. London School of Economics and Political Science Working Papers. P. 253. URL: <http://www.lse.ac.uk/economicHistory/pdf/03-Vonio-253-300-jou-2.10.pdf>.

12. *A. Bergson*. Productivity and the Social System: The USSR and the West. Harvard University Press. London, England, 1978. P. 198.

13. *T. Tanaka*. Research on Sogo Shosha: Origins, Establishment and Development. A report of the JFYC Special Research Committee on Sogo Shosha Principles Report. Japan Foreign Trade Council, Inc, 2012. P. 2.

14. Japan's Economic Ascent: International Trade, Growth, and Postwar Reconstruction / Ed. M. Smitka. Garland Publishing, Inc. New York, 1998. P. 273.

15. Япония: смена модели экономического роста. М.: Наука. Главная редакция восточной литературы, 1990. 320 с. (С. 254).

16. Государственно-монополистическое регулирование в Японии / [Я.А. Певзнер, В.Я. Росин, Н.В. Смородинская и др.; отв. ред. Я.А. Певзнер]. М.: Наука, 1985.

17. *Лебедева И.П.* Япония: промышленность и предпринимательство (вторая половина XX – начало XXI в.) / И.П. Лебедева; Ин-т востоковедения РАН. М.: Вост. лит., 2007. – 223 с.

18. Statistics. The Bank of Japan website. URL: <https://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/mb/index.htm>.
19. World Development Indicators. The World Bank website. URL: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.CD&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y.
20. Ван деп Вее Г. История мировой экономики: 1945–1990. М.: Наука, 1994. С. 91.
21. *Masahiro Takada*. Japan's Economic Miracle: Underlying Factors and Strategies for the Growth. Bethlehem, Lehigh University, 1999. P. 12. URL: <http://www.lehigh.edu/~rfw1/courses/1999/spring/ir163/Papers/pdf/mat5.pdf>.
22. *R.J. Crawford*. Reinterpreting the Japanese Economic Miracle. Harvard Business Review, JANUARY–FEBRUARY 1998 ISSUE. URL: <https://hbr.org/1998/01/reinterpreting-the-japanese-economic-miracl>.
23. *N. Yoshimura, Ph. Anderson*. Inside the Kaisha: Demystifying Japanese Business Behavior. Boston: Harvard Business School Press, 1997.
24. *Y. Suzuki*. Japanese Management Structures, 1920–1980. London, MaMillan, 1991.
25. Beyond Japanese Management: The End of Modern Times? Ed. by Paul Stewart. London, Frank Cass & Co, 1996.
26. Gross Domestic Product Classified by Economic Activities (Major Industry Group) (At Current Prices, At Constant Prices, Deflators) – 68SNA, Benchmark year = 1990 (1955–1998). Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 3 National Accounts. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/03.htm>.

27. National Accounts for 1998. Cabinet Office, Government of Japan website. URL: http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/1998/12annual_report_e.html.

28. *Rodrik, D.* The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work Washington DC: Overseas Development Council. 1999.

29. *R.Z. Lawrence, D.E. Weinstein.* Trade and Growth: Import-Led or Export-Led? Evidence from Japan and Korea. NBER Working Paper 7264. Cambridge, Mass., 1999.

30. Trade profiles / Statistics database. World Trade Organization website. URL: <http://stat.wto.org/CountryProfile/WSDBCcountryPFReporter.aspx?Language=E>.

31. Establishments, Persons Engaged, Cash Earnings, Value of Raw Materials Used, etc., Value of Manufactured Goods Shipments, etc., Value of Production, Inventory and Value Added in Manufacturing by Medium Industry Group of Manufacturing (1948–2003) // Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 8 Mining and Manufacturing. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/08.htm>.

32. Bank Prime Loan Rate, Percent, Annual, Not Seasonally Adjusted // Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED® Economic Data: website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/MPRIME>.

33. Principal Interest Rates (1946–2004). Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 14 Finance and Insurance. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm>.

34. Loans and Discounts Outstanding by Sector (by Type of Major Industries) Banking Accounts of Domestically Licensed Banks (1970–2005). Statistics // Historical Statistics of Japan // Chapter 14 Finance and Insurance. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm>.

35. Value of Japan Exports by Principal Country (Area) of Destination (1962–2004) // Historical Statistics of Japan // Chapter 18 Foreign Trade, Balance of Payments and International Cooperation. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/18.htm>.

36. Foreign Exchange Rates (1950–2005) // Historical Statistics of Japan // Chapter 18 Foreign Trade, Balance of Payments and International Cooperation. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/18>.

37. Fiscal and Monetary Policies of Japan in Stable Growth Period – 1972 to 1990. Ministry of Finance Institute of Fiscal and Monetary Policy. April 2010. P. 118.

38. *J.-P. Danthine, F. Giavazzi, X. Vives, E.-L. von Thadden*. The Future of European Banking. Monitoring European Integration 9. London, Centre for Economic Policy Research. 1999. P. 2.

39. World Banks. Japan Displaces US as World's Top Creditor. US bank assets increase 240 fold as federal spending increases 2800 fold. URL: <http://fathersmanifesto.net/banks.htm>.

40. *Л. Альшанский*. Пойдет ли мир по японскому пути? Рынок ценных бумаг, август 2010. URL: <http://www.rcb.ru/rcb/2010-08/55860>.

41. Long series on total credit to the non-financial sectors. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. URL: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.

42. Long-term series on nominal residential property prices. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. URL: http://www.bis.org/statistics/pp_long.htm.

43. Nikkei Stock Average, Nikkei 225©, Index, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/NIKKEI225>; Japan / U.S. Foreign Exchange Rate. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXJPUS>.

44. Locational banking statistics. Updated 6 June 2017. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. URL: <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>.

45. *Jesse Colombo*. Japan's Bubble Economy of the 1980s. URL: <http://www.thebubblebubble.com/japan-bubble>.

46. *Fujii, M., and M. Kawai*. 2010. Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991–2005. ADBI Working Paper 222. Tokyo: Asian Development Bank Institute. Available. URL: <http://www.adbi.org/working-paper/2010/06/29/3922.lessons.japan.banking.crisis.1991.2005>. P. 2.

47. *ERIC JOHNSTON*. Lessons from when the bubble burst. The Japan Times. JAN 6, 2009. URL: <http://www.japan-times.co.jp/news/2009/01/06/reference/lessons-from-when-the-bubble-burst/#.WW3mdoh1uVo>.

48. Interest Rates, Discount Rate for Japan; Effective Federal Funds Rate; Interest Rates, Discount Rate for United Kingdom; Interest Rates, Discount Rate for Germany. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXJPUS>.

49. *Thayer Watkins*. The Bubble Economy of Japan. San José State University. Department of Economics. URL: <http://www.sjsu.edu/faculty/watkins/bubble.htm>.

50. *Christopher Wood*. The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80's and the Dramatic Bust of the '90', The Atlantic Monthly Press, 1992. P. 28.

51. Japan / U.S. Foreign Exchange Rate, Japanese Yen to One U.S. Dollar, Monthly, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://fred.stlouisfed.org>.

52. U.S. / U.K. Foreign Exchange Rate, U.S. Dollars to One British Pound, Monthly, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://fred.stlouisfed.org>.

53. France / U.S. Foreign Exchange Rate (DISCONTINUED), French Franc to One U.S. Dollar, Monthly, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://fred.stlouisfed.org>.

54. Germany / U.S. Foreign Exchange Rate (DISCONTINUED), German Deutsche Marks to One U.S. Dollar, Monthly, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://fred.stlouisfed.org>.

55. Switzerland / U.S. Foreign Exchange Rate, Swiss Francs to One U.S. Dollar, Monthly, Not Seasonally Adjusted. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXJPUS#0>.

56. *Julian Franks, Colin Mayer, Hideaki Miyajima*. The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century. The Review of Financial Studies / v 0 n 0 2014.

57. Assets and Liabilities of Domestically Licensed Banks – Banking Accounts (1975–2005). Chapter 14 Finance and Insurance. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm>.

58. Tokyo Stock Price Index (1st Section) by Industry and Nikkei Stock Average (1968–2004). Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm>.

59. *SHINADA Naoki*. Stock Ownership and Corporate Performance in Japan: Corporate governance by institutional investors. RIETI Discussion Paper Series 10-E-005. December 2009. P. 27.

60. Bank Deposits to GDP for United States. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org>.

61. Bank Deposits to GDP for Japan. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org>.

62. Bank Deposits to GDP for United Kingdom. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org>.

63. Bank Deposits to GDP for Germany. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org>.

64. Bank Deposits to GDP for Italy. Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDOI02USA156NWDB#0>.

65. Amount Outstanding of Deposits by Depositor of Domestically Licensed Banks (F.Y. 1952–2005). Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications website. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/14.htm>.

66. *Fumio Hayashi, Edward C. Prescott*. The 1990s in Japan: A Lost Decade. *Review of Economic Dynamics*. 5 (1). 2002.

67. WORLD MOTOR VEHICLE PRODUCTION BY COUNTRY 1997–1998 // 1998 STATISTICS // OICA Statistics. International Organization of Motor Vehicle Manufacturers website. URL: <http://www.oica.net/category/production-statistics/1998-statistics>.

68. 2015 PRODUCTION STATISTICS // OICA Statistics. International Organization of Motor Vehicle Manufacturers website. URL: <http://www.oica.net/category/production-statistics/2015-statistics>.

69. Gross Domestic Product Classified by Economic Activities (At Current Prices). JAPAN STATISTICAL YEARBOOK 2017. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/nenkan/66nenkan/index.htm>.

70. Gross Domestic Product Classified by Economic Activities. Historical Statistics of Japan. Chapter 3 National Accounts. Statistic Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/03.htm>.

71. Toshihiro Ihori, Toru Nakazato, Masumi Kawade. Japan's Fiscal Policies in the 1990s. *The World Economy*. Volume 26, Issue 3. March 2003. Pages 325–338.

72. *P. Krugman*. It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers in Economic Activity*. Pp. 137–87.

73. Fiscal Investment and Loans – Financial Resources (F.Y. 1955–2000). Historical Statistics of Japan. Chapter 3 National Accounts. Statistic Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications. URL: <http://www.stat.go.jp>.

74. Taxes and Ratio of Tax Burden (F.Y. 1955–2004). Historical Statistics of Japan. Chapter 3 National Accounts. Statistic Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications. URL: <http://www.stat.go.jp>.

75. Loans and Discounts Outstanding of Government Related Organizations (1965–2005). Historical Statistics of Japan. Chapter 3 National Accounts. Statistic Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications. URL: <http://www.stat.go.jp>.

76. Fiscal Investment and Loans – Financial Resources (F.Y. 2001–2005). Historical Statistics of Japan. Chapter 3 National Accounts. Statistic Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications. URL: <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/03.htm>.

77. *Toshiki Tomita*. Reform of Japan’s Fiscal Investment and Loan Program. Capital Research Journal. Vol. 3. N 1.

78. Summary of the Fiscal Loan Fund Management Report for FY 2015. July 26, 2016. Financial Bureau, Ministry of Finance. URL: http://www.mof.go.jp/english/filp/management_report/mr2015.pdf.

79. General Account Expenditures by Function // Statistics & Data (As of June, 2010). Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/statistics/201006/index.html>.

80. Japanese Public Finance Fact Sheet. 2016 Ministry of Finance. P. 38. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2016/03.pdf>.

81. Japan. 2016 article iv consultation-press release; and staff report. IMF Country Report N 16/267. P. 48. August 2016. International Monetary Fund, Washington, D.C. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16267.pdf>.

82. Rising public debt in japan: how far is too far? ECONOTE. Societe Generale Department of Economic Studies, # 21, November 2013. P. 1. URL: <https://www.societegenerale>.

com/sites/default/files/documents/Econote/131121%20EcoNote_21_Japon_EN.pdf.

83. Olivier Blanchard eyes ugly 'end game' for Japan on debt spiral. The Telegraph. 11 APRIL 2016. URL: <http://www.telegraph.co.uk/business/2016/04/11/olivier-blanchard-eyes-ugly-end-game-for-japan-on-debt-spiral>.

84. T. Klitgaard, H. Wheeler. The Rapidly Changing Nature of Japan's Public Debt. Federal Reserve Bank of New York // Liberty Street Economics, JUNE 22, 2016. URL: <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2016/06/the-rapidly-changing-nature-of-japans-public-debt.html>.

85. Summary of Revenues and Expenditures in General Account // Statistics & Data (As of June, 2010). Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/statistics/201006/index.html>.

86. Highlights of the Budget Highlights of the Budget for FY2011 for FY2011. December 2010. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2011/e20101224a.pdf>.

87. THE JAPANESE BUDGET IN BRIEF 2001. Ministry of Finance. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2001/brief/brief03.htm>.

88. Япония / Я.А. Певзнер [и др.]; отв. ред.: Я.А. Певзнер, Д.В. Петров, В.Б. Рамзес; Институт мировой экономики и международных отношений АН СССР. М.: Мысль, 1981. 429 с.

89. FINANCIAL STATISTICS OF JAPAN 2006. Policy Research Institute. Ministry of Finance Japan. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/pri/publication/financial_statistics_of_japan/2006.htm.

90. Fiscal Policy in Japan. Issues and Future Directions. Ministry of Finance, July 2015. P. 3. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2015/20151009.pdf>.

91. Highlights of the Budget for FY2015. Ministry of Finance Japan. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2015/01.pdf>.

92. Analytical Perspectives, Budget of the United States Government, Fiscal Year 2017. Office of Management and Budget. The White House website. URL: https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Analytical_Perspectives.

93. Central Government Debt // Central Government Debt “Outstanding Government Bonds and Borrowings”. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/jgbs/reference/gbb/index>.

94. National Government Debt // Public Finance // Statistics. Bank of Japan website. URL: <http://www.boj.or.jp/en/statistics/public/ngd/index.htm/#p01>.

95. World Economic Outlook Database. April 2017. International Monetary Fund website. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weorept.aspx?sy=1980&ey=2022&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=23&pr1.y=13&c=158&s=GGXWDG%2CGGXWDG_NGDP&grp=0&a.

96. Interest Rate / Japanese Government Bonds / Data. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/jgbs/reference/interest_rate/index.htm.

97. Japan in Crisis: What Will It Take for Japan to Rise Again? Edited by B. Youngshik, T. Pempel. The Asan Institute for Policy Studies. Palgrave MacMillan, 2013.

98. FY2017 Debt Management Policies. P. 26. Debt Management Report. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/index.htm.

99. Structure of government debt in Europe in 2011. Eurostat. Statistics in focus 34/2012. Eurostat website. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3433488/5585056/KS-SF-12-034-EN.PDF/cb3057a2-81d0-4766-b0aa-60d2d76c3dc5>.

100. FY2012 Debt Management Policies. P. 30. Debt Management Report. Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/2012/saimu1-1-3.pdf.

101. BOJ's main statistical data. Bank of Japan website. URL: http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html.

102. International Reserves / Foreign Currency Liquidity (as of August 31, 2017). Ministry of Finance Japan website. URL: http://www.mof.go.jp/english/international_policy/reference/official_reserve_assets/e2908.html.

103. Broda and Weinstein (2004), 'Happy News from the Dismal Science: Reassessing the Japanese Fiscal Policy and Sustainability', in Takatoshi Ito, Hugh Patrick and David E. Weinstein (eds.), *Reviving Japan's Economy*, Cambridge Mass: MIT Press.

104. *W.R. Cline*. Sustainability of Public Debt in the United States and Japan. Working Paper Series. WP 14–9 October 2014. Peterson Institute for International Economics, Washington, DC www.piie.com.

105. MAJOR FOREIGN HOLDERS OF TREASURY SECURITIES (in billions of dollars). Treasury International Capital (TIC) System – Home Page. URL: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>.

106. Interim Economic Outlook release of 20 September 2017. OECD website. URL: <http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-outlook>.

107. About ABENOMICS. The Government of Japan website. URL: <https://www.japan.go.jp/abenomics/index.html>.

108. Introduction of the “Quantitative and Qualitative Monetary Easing”. Bank of Japan, April 4, 2013. URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf. P. 1.

109. Abenomics – for future growth, for future generations, and for future Japan that is robust. The Government of Japan website. URL: <https://www.japan.go.jp/abenomics/index.html>.

110. Japan’s bond dependency ratio set to fall to 35%, lowest in nine years. Japan Times, DEC 21, 2015. URL: <https://www.japantimes.co.jp/news/2015/12/21/business/nations-bond-dependency-ratio-set-fall-35-lowest-nine-years/#.WdMd76slJXg>.

111. Japanese Public Finance Fact Sheet. Ministry of Finance, 2017. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2017/03.pdf>.

112. Japanese Public Finance Fact Sheet. Ministry of Finance, 2013. Ministry of Finance Japan website. URL: <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2013/factsheet2013.pdf>.

113. *Стиглицу: обещания «абэномики»* // Вести. Экономика. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/26035>.

114. Japan: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission. June 19, 2017. International Monetary Fund website. URL: <http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/06/19/MS061917-Japan-Staff-Concluding-Statement-of-2017-Article-IV-Mission>.

115. Why Abenomics Must Go On. Forbes, AUG 7, 2017. URL: <https://www.forbes.com/sites/mwakatabe/2017/08/07/why-abenomics-must-go-on/#421fad471e51>.

116. The Conscience of Liberal. Paul Crugman. Abenomics and the Single Arrow. Aug 15, 2016. URL: <https://krugman.blogs.nytimes.com/search/Abenomics>.

117. *IORI KAWATE* and *SHUNSUKE SHIGETA*. Abenomics enters fifth year without clear results. Nikkey Asian Review. June 11, 2017. URL: <https://asia.nikkei.com/Politics-Economy/Policy-Politics/Abenomics-enters-fifth-year-without-clear-results>.

118. *James McBride* and *Beina Xu*. Abenomics and the Japanese Economy. Council on Foreign Relations. Last updated February 10, 2017. URL: <https://www.cfr.org/background/abenomics-and-japanese-economy>.

119. Банк Японии не изменил денежно-кредитную политику // Вести. Экономика. 21.09.2017. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/91270>.

120. Bank of Japan Accounts/BOJ's main statistical data. URL: [http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme_a000_en&lstSelection=BS01](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000_en&lstSelection=BS01).

121. Central Bank Assets for Euro Area (11–19 Countries). FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETS#0>.

122. FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/UKASSETS#0>.

123. All Federal Reserve Banks: Total Assets. FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL#0>.

124. Federal Debt: Total Public Debt. FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN>.

125. Bank of Japan Accounts. BOJ's main statistical data. URL: [http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme_a000_en&lstSelection=BS01](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000_en&lstSelection=BS01).

126. BOJ's main statistical data. Bank of Japan website. URL: http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html.

127. FINANCIAL STATISTICS OF JAPAN 2016. Policy Research Institute. Ministry of Finance Japan. URL: http://www.mof.go.jp/english/pri/publication/financial_statistics_of_japan/2016.htm.

128. Central Government Debt. Ministry of Finance Japan. URL: <http://www.mof.go.jp/english/jgbs/reference/gbb/index.htm>.

129. Глава Банка Японии, Харухико Курода: Банк Японии намерен сохранить все программы стимулов на прежних уровнях. Форекс-портал “FxTeam”. 16.10.2017. URL: <https://www.fxteam.ru/forex/fxteam-news/174621.html>.

130. U.S. Treasury securities held by the Federal Reserve: All Maturities. FRED® Economic Data. Federal Reserve Bank of St. Louis website. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL#0>.

131. *В.Ю. Додонов. Монетарная политика ФРС как фактор возникновения глобального финансового кризиса // Проблемы национальной стратегии. N 2. (35). 2016. С. 131–149.*

132. Domestic Credit to Private Sector by Banks (% of GDP). DataBank. World Development Indicators. The World Bank website. URL: <http://databank.worldbank.org/data/re>

ports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.CD&id=1ff4a498&report_name=Popular-Indicators&populartype=series&ispopular=y.

133. Principal Figures of Financial Institutions. BOJ's main statistical data. Bank of Japan website. URL: http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html.

134. Foreign Exchange Rate (Tokyo Market Interbank Rates). BOJ's main statistical data. Bank of Japan website. URL: http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html.

Қазақстан Республикасының Президенті жанындағы Қазақстан стратегиялық зерттеулер институты (KazISS)

Қазақстан Республикасының Президенті жанындағы Қазақстан стратегиялық зерттеулер институты (ҚСЗИ) Қазақстан Республикасы Президентінің 1993 жылғы 16 маусымдағы Жарлығымен құрылған. 2014 жылдың сәуір айында ҚР Президентінің Жарлығымен ҚСЗИ Астана қаласына көшірілді.

Қазақстан Республикасының Президенті жанындағы Қазақстан стратегиялық зерттеулер институтының құрылған күнінен бастап оның негізгі мақсаты – Қазақстан Республикасының ішкі және сыртқы саясатының стратегиялық аспектілерін аналитикалық қамтамасыз ету.

ҚСЗИ кәсіби ғылыми-талдау орталығы болып табылады. Дүниежүзілік талдау орталықтарының индекс-рейтингінің 2016 жылғы қорытындысы бойынша ҚСЗИ қауіпсіздік, қорғаныс және сыртқы саясат салалары бойынша үздік 100 зерттеу орталықтарының қатарына енді. Институт ең үздік мемлекеттік «ақыл» орталықтарының қатарына қосылып, әлем бойынша 56-ші орынды иемденді (http://repository.upenn.edu/think_tanks/10/).

Қазіргі таңда институтта саясаттану, әлеуметтану, мемлекеттік басқару, тарих және экономика секілді салалардың танымал мамандары – ҚР ҰҒА екі корреспондент-мүшесі, бір Әскери ғылымдар академиясының корреспондент-

мүшесі, тоғыз ғылым докторы, бес ғылым кандидаты, үш Ph.D. мен он екі ғылым магистрлері қызмет атқарады.

ҚСЗИ өзінің 24 жылдық қызметі барысында институт халықаралық қатынастар, жаһандық және аймақтық қауіпсіздік мәселелері бойынша 250-ден астам кітап басып шығарды. Институтта үш журнал басылып шығарылады: «Қоғам және Дәуір» тоқсандық ғылыми-сараптамалық журналы, «Қазақстан-Спектр» тоқсандық ғылыми журналы және «Central Asia's Affairs» тоқсандық сараптамалық журналы (ағылшын тілінде). Үш тілде жүргізіліп отыратын сайты және Facebook әлеуметтік желісінде өз парақшасы бар.

Институт өзінің негізгі зерттеу бағыттары бойынша семинарлар, ғылыми конференциялар, дөңгелек үстелдер, халықаралық форумдар өткізіп отыр. 2003 жылдан бері институт Орталық Азия аймағының қауіпсіздігіне арналған ҚСЗИ-дың жылсайынғы 15 конференциясын өткізді.

ҚСЗИ-дың ғылыми басқосуларына Қазақстан өңірлерінің және Орталық Азия елдерінің сарапшылары, сонымен қатар, АҚШ, Ауғанстан, Әзербайжан, Германия, Грузия, Жапония, Иран, Корея, Қытай, Монғолия, Пәкістан, Ресей, Түркия, Үндістан, Ұлыбритания, Франция, Швеция және басқа да мемлекеттердің ғалымдары белсене қатысады.

ҚСЗИ көп жылдардан бері Қазақстанның жетекші жоғарғы оқу орындарының студенттері, магистранттары мен докторанттары ғылыми-зерттеу, кәсіби және дипломалды тәжірибелер мен тағылымдамалардан өтетін алаң болып келеді.

Бүгінгі таңда институтта қызметкерлердің кәсіби және ғылыми өсулері үшін барлық қажетті жағдайлар жасалынған. 2017 жылы Қазақстан Республикасының Білім және ғылым министрілігі ҚСЗИ үшін Л.Н. Гумилёв атындағы Еуразия ұлттық университеті мен әл-Фараби атындағы Қазақ ұлттық университетінде Ph.D. докторантура («әлеуметтану», «саясаттану» және «экономика» мамандықтары бойынша үш грант) мен магистратураға («саясаттану» мамандығы бойынша бір грант) мақсаттық гранттар бөлді.

ҚСЗИ туралы толық ақпаратты төмендегі мекен-жайдан алуға болады:

Қазақстан Республикасы, 010000, Астана,

Бейбітшілік көшесі, 4

Тел.: +7 (7172) 75-20-20

Факс: +7 (7172) 75-20-21

E-mail: office@kisi.kz

www.kisi.kz, www.kaziss.kz

Казахстанский институт стратегических исследований при Президенте Республики Казахстан (KazISS)

Казахстанский институт стратегических исследований (КИСИ) при Президенте Республики Казахстан создан Указом Президента Республики Казахстан 16 июня 1993 года. В апреле 2014 года Указом Президента Республики Казахстан КИСИ был передислоцирован в город Астану.

С момента своего возникновения основной задачей Казахстанского института стратегических исследований при Президенте Республики Казахстан является прогнозно-аналитическое обеспечение стратегических аспектов внутренней и внешней политики Республики Казахстан.

КИСИ является профессиональным научно-аналитическим центром. По итогам 2016 года Всемирного индекса-рейтинга аналитических центров КИСИ вошел в топ-100 лучших исследовательских центров в сфере безопасности, обороны и внешней политики. Институт вошел в список лучших государственных «мозговых» центров, заняв 56-е место в мире (http://repository.upenn.edu/think_tanks/10/).

В настоящее время в институте работают два члена-корреспондента НАН РК, один член-корреспондент Академии военных наук РК, девять докторов наук, пять кандидатов наук, три доктора Ph.D., двенадцать магистров – специалисты в области политологии, социологии, государственного управления, истории и экономики.

За 24 года деятельности институтом было издано более 250 книг по международным отношениям, проблемам глобальной и региональной безопасности. В КИСИ издаются три журнала: «Қоғам және Дәуір» (на казахском языке), «Казахстан-Спектр» (на русском языке), «Central Asia's Affairs» (на английском языке). Институт располагает собственным сайтом на трех языках: казахском, русском и английском, а также ведет аккаунты в социальной сети Facebook.

В КИСИ ежегодно проводится большое количество международных научных конференций, семинаров, круглых столов. С 2003 года институт провел 15 ежегодных конференций KazISS по вопросам безопасности и стабильности в Центральной Азии.

В научных форумах КИСИ принимают участие эксперты из Казахстана и стран Центральной Азии, а также ученые из Азербайджана, Афганистана, Великобритании, Германии, Грузии, Индии, Ирана, Китая, Республики Корея, Монголии, Пакистана, России, США, Турции, Франции, Швеции, Японии и др.

КИСИ является многолетней базой для прохождения научно-исследовательских, профессиональных, преддипломных практик и стажировок для студентов, магистрантов и докторантов высших учебных заведений страны.

В настоящее время в институте созданы необходимые условия для профессионального и научного роста сотрудников. В 2017 году Министерство образования и науки Республики Казахстан выделило для КИСИ целевые гранты в Ph.D. докторантуру (три гранта по специальностям

«социология», «политология» и «экономика») и магистратуру (один грант по специальности «политология») в Евразийском национальном университете им. Л.Н. Гумилёва и Казахском национальном университете им. аль-Фараби.

Более подробную информацию о КИСИ можно получить по адресу:

Республика Казахстан, 010000, Астана,

ул. Бейбитшилик, 4

Тел.: +7 (7172) 75-20-20

Факс: +7 (7172) 75-20-21

E-mail: office@kisi.kz

www.kisi.kz, www.kaziss.kz

The Kazakhstan Institute for Strategic Studies under the President of Kazakhstan (KazISS)

The Kazakhstan Institute for Strategic Studies under the President of Kazakhstan (KazISS) was established on June 16, 1993, by the Decree of the President of Kazakhstan. In April 2014, the President of Kazakhstan issued the Executive Order to relocate the KazISS to Astana.

Since its foundation, the mission of the KazISS has been to provide prognostic and analytical support of strategic development of the domestic and foreign policies of Kazakhstan.

The KazISS is a professional think tank. According to *2016 Global Go To Think Tank Index*, the KazISS was listed among the 100 best Defense and National Security Think Tanks and was ranked the 56th among the Best Government Affiliated Think Tanks (https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=think_tanks)

The KazISS employs a highly professional pool of experts; at present it includes two Corresponding Members of the National Academy of Science, one Corresponding Member of the Military Academy of Kazakhstan, nine Doctors of Science, five Candidates of Science, three Ph.D.s and twelve Masters who specialize in political science, sociology, public administration, history, and economics.

For the twenty-four years since its establishment, the KazISS have published more than 250 books on international relations, global and regional security. The Institute issues three journals: the *Kogam zhane Dayir* in Kazakh, the *Kazakhstan-Spectrum* in Russian and the *Central Asia's Affairs*

in English. The KazISS has a trilingual website in Kazakh, Russian, and English and a Facebook account.

The KazISS holds a great number of international conferences, seminars and round-table discussions. Since 2003, the KazISS has held fifteen Annual Conferences on Security and Stability in Central Asia. The KazISS fora are participated by reputable experts from Kazakhstan and Central Asia as well as from Azerbaijan, Afghanistan, China, France, Georgia, Germany, India, Iran, Korea, Mongolia, Pakistan, Russia, Sweden, Turkey, Japan, the UK, the USA and others.

The KazISS provides an opportunity for internship the graduate and post-graduate students of Kazakhstan universities and the basis for research fellowships.

The Institute is striving to provide for professional development of its experts. In 2017, the Ministry of Education and Science of Kazakhstan allocated three grants for Ph.D. degree in social science, political science and economics and one grant for Master's degree in political science at Al-Farabi Kazakh National University and Gumilev National University.

For any further information, contact us:

4, Beybitshilik St.
Astana, 010000
Republic of Kazakhstan
Tel: +7 (717) 75-20-20
Fax.: +7 (717) 75-20-21
E-mail: office@kisi.kz
www.kisi.kz, www.kaziss.kz

Для заметок

Для заметок

Монография

Вячеслав Додонов

**ФИНАНСОВЫЕ ФАКТОРЫ ТРАНСФОРМАЦИИ
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА ЯПОНИИ**

Редактор-корректор: Н. Шестакова

Дизайн обложки: В. Глухов

Верстка: В. Глухов

Подписано в печать 15.12.2017. Формат 60x90 1/16.

Бумага офсетная. Печать офсетная. Печ. л. 13.

Тираж 500 экз.

Казахстанский институт стратегических исследований
при Президенте Республики Казахстан
010000, Астана, ул. Бейбітшілік, 4

Отпечатано в типографии КФ «Буланды» ОО «КОС»
г. Макинск, ул. Громова, 73/2, тел.: 2-32-27
Заказ № 894. 2017 г.