

А.А. Поливалов

ПУЗЫРЬ ЯПОНСКИХ АКТИВОВ В КОНЦЕ 1990-Х И РОЛЬ БАНКА ЯПОНИИ В УСТРАНЕНИИ ЕГО ПОСЛЕДСТВИЙ

Аннотация. Рассматривается финансовый кризис в Японии, который произошел после того, как лопнул пузырь японских активов в конце 1990-х годов. Это был беспрецедентный по своим масштабам кризис, оказавший серьезное влияние не только на экономику Японии, но и на глобальную экономику и мировые финансовые рынки, которые становились все более интегрированными друг в друга. Опыт Банка Японии в борьбе с кризисом показывает, что при отсутствии институциональных рамок по обеспечению финансовой стабильности роль центрального банка резко возрастает.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, пузырь активов, Банк Японии, финансовый кризис.

A.A. Polivalov

THE JAPANESE ASSET BUBBLE IN THE LATE 1990S AND THE ROLE OF THE BANK OF JAPAN IN ELIMINATING THE CONSEQUENCES

Abstract. The article deals with the financial crisis in Japan that occurred after the Japanese asset bubble burst in the late 1990s. It was an unprecedented crisis, which had a serious impact not only on Japan's economy, but also on the global economy and world financial markets, which were becoming more and more integrated into each other. The Bank of Japan experience in crisis management shows that in the absence of an institutional framework for financial stability, the role of the central bank increases dramatically.

Keywords: Bank of Japan, financial crisis, monetary policy, asset bubble, crisis management.

В 1990-х годах, после того как лопнул пузырь японских активов, Япония пережила финансовый кризис. С 1980 и до начала 1990-х годов японский фондовый индекс Nikkei 225 вырос более чем в пять раз. Капитализация японского рынка на пике превышала капитализацию мирового рынка в два раза. Цены на землю за этот промежуток времени выросли более чем в четыре раза (Рисунок 1) [1]. В 1990-х годах недвижимость в пригороде Токио стоила в 20 раз дороже недвижимости на Манхэттене. Земля вокруг императорского дворца в Токио, сравнимая по площади с Центральным парком в Нью-Йорке, сто-

ила дороже, чем вся недвижимость в Калифорнии. В этот период Япония проводила преимущественно экспансионистскую политику, особенно после подписания Соглашения Плаза в 1985 году, которое привело к укреплению курса йены по отношению к доллару США со 145,0 в 1985 году до 85,0 йен за доллар США в 1988 году. Укрепление национальной валюты и тренд на понижение ставки Банком Японии привели к росту уверенности как домохозяйств, так и корпоративного сектора в будущем японской экономики. Переоценка потенциала японской экономики привела к пузырям на рынке японских активов. Цены

Пузырь японских активов в конце 1990-х и роль Банка Японии
в устранении его последствий

Поливалов Александр Александрович

аспирант, Российский новый университет, Москва. Сфера научных интересов: экономические циклы, инструменты денежно-кредитной политики, финансовые рынки. Автор четырех опубликованных научных работ. ORCID: 0000-0003-2090-6080, SPIN-код: 2418-2610.

Электронный адрес: sasha_p86@mail.ru

на акции достигли пика в декабре 1989 года, а цены на землю – в марте 1991 года. За два года падения рынка инвесторы потеряли свыше 2 трлн долларов.

Длительность и количество затраченных ресурсов на выход из кризиса до сих пор являются главными пунктами критики властей того времени. Период в экономике Японии, который начался после того, как лопнул пузырь активов, последствия которого отражаются на экономике до сих пор, называют «потерянное десятилетие». С 1992 по 2007 год японские власти потратили на восстановление банковской

системы свыше 86 трлн йен, что составляет порядка 17 % ВВП [2]. В эту сумму входят списания по кредитному портфелю, докапитализация банков, трансферты Корпорации по страхованию вкладов и другие меры (Рисунок 2).

После Второй мировой войны и вплоть до 1990-х годов в Японии не происходило крупных банкротств банков. Банки регулировались Министерством финансов и Центральным банком. Регулирование проводилось таким образом, чтобы все существующие банки оставались жизнеспособными независимо от их бизнес-мо-

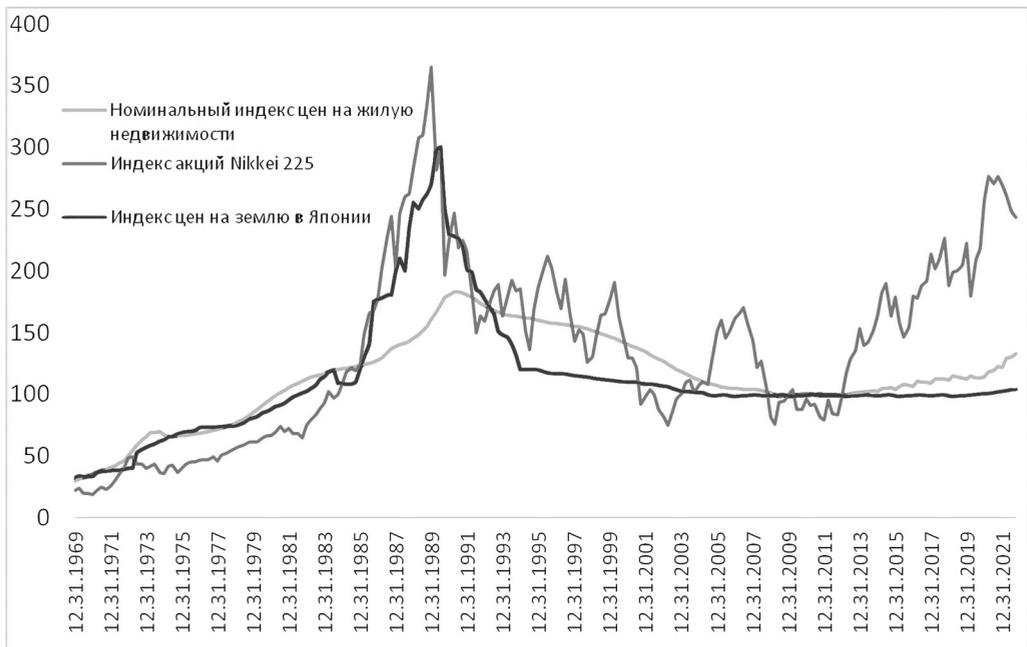


Рисунок 1. Цены акций, стоимость недвижимости и земли в Японии (2010 = 100)

Источник: Tokyo Stock Exchange, Macrotrends Data Download, Bank of Japan, Government of Japan

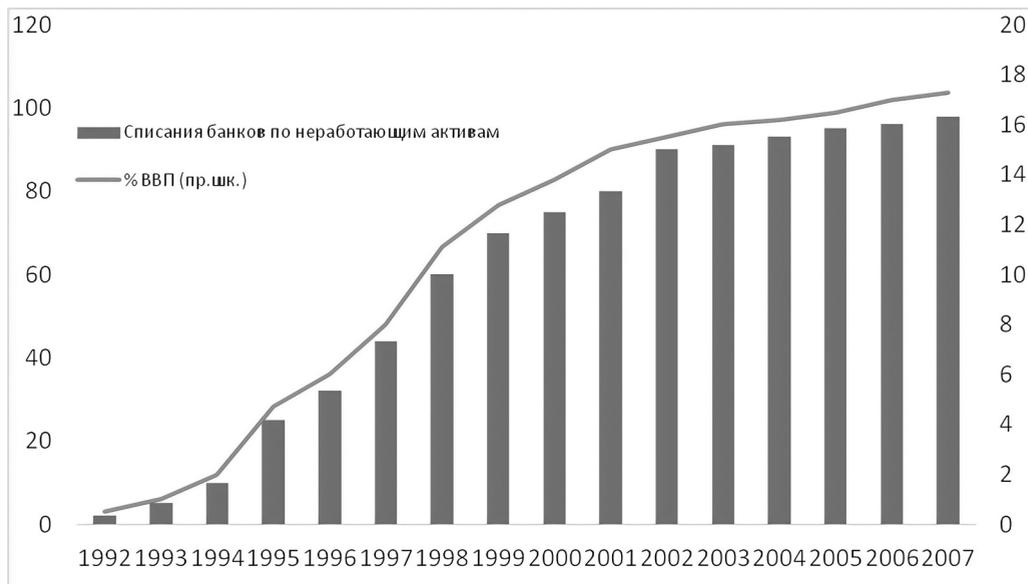


Рисунок 2. Списания японской банковской системы (тран. йен)

Источник: Cabinet Office; FRB; BEA

дели. Послевоенная политика предполагала, что банки будут функционировать как финансовые посредники, направляющие сбережения домохозяйств в экономику, чтобы восстановить Японию после Второй мировой войны [3]. В этом контексте банки рассматривались лишь как однотипные каналы для восстановления экономики, а не как конкурентная среда, в которой банки борются за клиента и в которой побеждает лучшая бизнес-модель. Однотипность банков ярко выражалась в том, что процентные ставки по пассивам и активам банков регулировались центральным банком. Для вкладчиков банки были одинаковы с точки зрения продуктов и условий по этим продуктам.

Дерегулирование финансовой системы началось в 1970-х годах. В 1971 году была создана Система страхования вкладов. В 1979 году началась либерализация рынка депозитных ставок, постепенное поднятие потолка которых продолжалось до 1994 года.

В 1986 году была увеличена гарантируемая государством сумма вклада на одного вкладчика – до 10 млн. йен. При превышении данной суммы вкладчик мог претендовать на часть ликвидационной суммы при продаже активов обанкротившегося банка. Также обновленный закон о страховании вкладов предусматривал передачу обанкротившегося банка новому владельцу. В результате передачи весь акционерный капитал обанкротившегося банка направлялся на погашение его обязательств, а недостающая сумма в капитале покрывалась за счет средств Системы по страхованию вкладов (Рисунок 3).

Данный механизм позволял несостоятельному банку избегать процедуры банкротства, но при этом происходила выплата пострадавшим вкладчикам из средств Системы страхования вкладов. В 1987 году фонд Системы страхования вкладов располагал капиталом в размере 300 млрд. йен.

После того как в 1991 году лопнул пузырь активов, в Японии начался банковский кри-

Пузырь японских активов в конце 1990-х и роль Банка Японии
в устранении его последствий



Рисунок 3. Механизм финансовой помощи Системы по страхованию вкладов

Источник: составлено автором.

зис. Банкротства банков не рассматривались как системные, хотя цены акций банков снижались с декабря 1989 года, и Банк Японии при этом планомерно повышал ставку. Официальная учетная ставка в мае 1989 года была поднята с 2,5 до 3,25 %, а в августе 1990 года достигла 6,0 %. Поскольку темпы экономического роста оставались положительными, власти заняли выжидательную позицию, ожидая, что стоимость активов восстановится к прежним значениям. Во второй половине 1994 года экономический подъем стал демонстрировать отрицательные темпы роста. В октябре 1994 года управляющий Банка Японии заявил: «Центральный банк не должен спасать все финансовые учреждения от краха. Напротив, крах учреждения, у которого есть причины для краха, необходим с точки зрения создания надежной финансовой системы» [4].

В декабре 1994 года кредитные учреждения Токуо Куоуа и Анзен с совокупными клиентскими депозитами в размере 210 млрд йен были признаны несостоятельными. Никто из банков не захотел взять на баланс активы обанкротившихся банков, поскольку их потери превысили лимит затрат на выплату из фонда Системы страхования вкладов. В ответ Банк Японии и частные банки создали новый банк Токуо

Kyoudou Bank, который взял на себя обязательства Токуо Куоуа и Анзен. Капитал нового банка составил 40 млрд йен, из которых 20 млрд йен предоставил Банк Японии как кредитор последней инстанции, фонд Системы страхования вкладов предоставил помощь в размере своего лимита, частные банки предоставили новому банку межбанковское кредитование по льготным ставкам.

Летом 1995 года Cosmo Credit Cooperative, Kizu Credit Cooperative и Hyogo Bank также объявили о своей несостоятельности. Подход к Cosmo Credit Cooperative и Hyogo Bank был аналогичен подходу к Токуо Куоуа и Анзен. Банк Японии предоставил ликвидность и дополнительный капитал. В случае с Kizu Credit Cooperative потери оценивались в 1,0 трлн йен. В сентябре 1995 года Daiwa Bank объявил об убытках своего североамериканского подразделения в США в размере 111 млрд йен из-за мошеннических действий своих сотрудников. Случай с Daiwa Bank показал, что локальный японский кризис может выйти за границы Японии.

С ростом темпов падения цен на землю и недвижимость начались банкротства специализированных жилищных кредитных корпораций, которые выдавали ипотеч-

ные кредиты и одновременно кредитовали застройщиков. Из 6,4 трлн йен помощи 0,68 трлн йен было предоставлено за счет средств налогоплательщиков. Это был первый случай в Японии, когда деньги налогоплательщиков использовались для помощи несостоятельным финансовым учреждениям. Общественное негодование по данному факту было настолько сильным, что в дальнейшем было запрещено даже обсуждать использование государственных средств для решения проблем банков. Запрет продержался всего два года до кризиса 1997 года.

В 1996 году были приняты поправки в Закон о страховании вкладов, которые отменяли верхний лимит по выплатам вкладчикам до марта 2001 года [5]. Идея данного нововведения основывалась на ожиданиях того, что кризис скоро закончится и, соответственно, количество банкротств банков будет неминуемо уменьшаться.

В начале 1997 года начались проблемы с ликвидностью у Nippon Credit Bank и Hokkaido Takushoku Bank. Капитал фонда Системы страхования вкладов уже был недостаточен, чтобы покрыть проблемы столь крупных банков. Одновременно с этим отсутствовала институциональная база, позволявшая пополнять капитал слабых, но жизнеспособных банков. Активы международного Nippon Credit Bank составляли 15 трлн йен, значительная часть активов которого была связана с рынком недвижимости. К тому времени цены на землю упали на 50 % с пика, достигнутого в марте 1991 года. Проблемы Nippon Credit Bank усугублялись понижением его краткосрочных и долгосрочных международных рейтингов рейтинговыми агентствами.

В апреле 1997 года Nippon Credit Bank объявила о своем плане реструктуризации. В рамках плана спасения, который был оце-

нен в 290,6 млрд йен, 210,6 млрд йен были получены из частных источников и 80 млрд йен – от Банка Японии через Фонд финансовой стабилизации. Дальнейшее падение цен на недвижимость и другие активы, которые находились на балансе банка, постепенно нивелировали положительный эффект вливания в капитал, и в декабре 1998 года Nippon Credit Bank был национализирован.

Второй крупный банк, испытывавший проблемы с ликвидностью, – Hokkaido Takushoku, как и Nippon Credit Bank, имел в своем портфеле существенный риск на рынок недвижимости. В середине ноября Банк Японии предоставил необходимое фондирование, которое достигло пика в 2,6 трлн йен в начале февраля 1998 года, однако в декабре 1998 года Hokkaido Takushoku был национализирован.

1998 год принес Японии череду банкротств брокерских домов из-за падения мировых рынков ценных бумаг. Так, обанкротилась компания Sanyo с клиентскими активами в 2,7 трлн йен. Поскольку Sanyo не имела банковской лицензии, активы клиентов не покрывались фондом Системы страхования вкладов. Банк Японии первоначально занял выжидательную позицию. Несмотря на относительно небольшой долг на рынке межбанковского кредитования в размере 8,3 млрд йен, это вызвало шок у участников рынка, поскольку это был первый дефолт на этом рынке. Перечисленные события привели к кризису доверия и переоценке кредитных рисков всех контрагентов. Межбанковские процентные ставки начали расти, ликвидность уменьшилась, доверие контрагентов друг к другу упало в ожидании возникновения проблем у других финансовых организаций. Межбанковский рынок был парализован и, по сути, перестал работать. Банку Японии пришлось вмешаться путем

Пузырь японских активов в конце 1990-х и роль Банка Японии
в устранении его последствий

покупки векселей, операций репо и двустороннего кредитования банков. Одновременно с этим Банк Японии продавал купленные векселя иностранным банкам, тем самым выступая в роли посредника, соединяя два рынка между собой и беря на себя соответствующие риски. Так, небольшой дефолт по принципу домино парализовал весь межбанковский рынок Японии.

Вслед за Sanу обанкротилась Yamaichi Securities с клиентскими активами в 22 трлн йен. Компания находилась под надзором Министерства финансов и не попадала под действие закона о страховании вкладов. Причиной несостоятельности стало неисполнение обязательств на сумму более 200 млрд йен. Банк Японии предоставил ликвидность, которая достигла 1,2 млрд йен в декабре 1997 года и гарантировал выполнение международных обязательств компании. В июне 1999 года Yamaichi был объявлен банкротом. Каскад банкротств банков вызвал панику населения с многочасовыми очередями на снятие своих вкладов. Япония вплотную подошла к системному коллапсу.

Мировой финансовый кризис, начавшийся в июле 1997 года в Таиланде, охватывал новые страны Юго-Восточной Азии. Внутренние и внешние события привели к возобновлению дискуссии среди японских властей об использовании государственных средств для спасения финансовой системы. В феврале 1998 года был принят закон, по которому в общей сложности 30 трлн йен государственных средств стали доступны для поддержания финансовой стабильности, из которых 17 трлн йен пошло на покрытие убытков уже обанкротившихся финансовых учреждений и 13 трлн йен было направлено в капитал банков. Учитывая небольшой размер вливаний по сравнению с размерами финансовой системы Японии и то обстоятельство, что данная сумма пополняла

капитал второго уровня, состоявшего из субординированных кредитов и облигаций, значимого положительного эффекта не произошло.

В середине 1998 года выявились проблемы у Long Term Credit Bank of Japan с активами в 26 трлн йен. В отличие от предыдущих случаев, банк имел большой портфель валютных и процентных деривативов и задолженность в размере 50 трлн йен. В октябре 1998 года по новому закону о финансовой реконструкции Long Term Credit Bank of Japan был национализирован. После смены менеджмента и расчистки баланса в феврале 2000 года банк купил американский фонд New LTCB Partners. Между 1998 и 2000 годами Long Term Credit Bank of Japan продолжал свою деятельность. На пике в ноябре 1998 года предоставление ликвидности Банком Японии составило 3,7 трлн йен.

Одной из основных проблем Банка Японии в случае Long Term Credit Bank of Japan был портфель деривативов. Значительную его часть составляли валютные свопы и деривативы на процентные ставки. Контрагентами по сделкам выступали крупные зарубежные и японские финансовые институты. Высказывались опасения, что если Long Term Credit Bank of Japan объявит о своей несостоятельности, то срывает событие неисполнения обязательств, как указано в генеральном соглашении ISDA. При таком событии контрагенты Long Term Credit Bank of Japan терминируют все действующие сделки и будут взыскивать отрицательную сумму переоценки по отношению к Long Term Credit Bank of Japan, если она будет такой в момент терминации. Хотя это является рациональным способом для контрагента снизить кредитный риск, результатом появившейся открытой позиции будет одновременное появление новых сделок с другими контр-

агентами. Предполагалось, что данные события приведут к росту процентных ставок в йене и окажут давление на обменные курсы йены, что может спровоцировать убытки у других участников рынка и негативно повлиять на экономику Японии [6].

Данный риск был нивелирован тем, что в результате национализации все обязательства, включая деривативы, исполнялись с использованием ликвидности фонда Системы страхования вкладов. Еще до национализации Long Term Credit Bank of Japan японские власти провели консультации с ISDA по особенностям данной практики и в том числе учли использование терминологии. Например, точный перевод понятия «государственное вмешательство» в Long Term Credit Bank of Japan в соответствии с Законом о финансовой реконструкции – «специальное государственное управление», но этого словосочетания намеренно избегали, поскольку это могло быть связано с формулировкой в генеральном соглашении ISDA, что представляло собой событие дефолта. Вместо «специального государственного управления» власти использовали словосочетание «временная национализация», которое более точно отражало государственное вмешательство.

В 1998 году был принят ряд законов, которые позволили временно национализировать проблемные банки, при этом их деятельность не прекращалась, ликвидность предоставлял Банк Японии и все обязательства были обеспечены. Была создана Комиссия по реконструкции, которая за-

нималась широким спектром вопросов – от несостоятельности банков до пополнения их капитала. Выделялись государственные средства в размере 60 трлн йен, которые должны были продемонстрировать решимость победить проблему роста NPL банков и вернуть доверие к банковской системе (Таблица 1).

В то же время сохранялись различные причины недоверия к банкам и, как следствие, распространявшихся слухов. По существовавшим правилам учета нерезализованный финансовый результат от переоценки портфеля ценных бумаг не влиял на капитал при определении коэффициентов достаточности капитала, хотя цифры финансового результата были публичными и можно было посчитать «правильную» достаточность капитала. Основным же пунктом недоверия было то, что списания по неработающим кредитам и резервы были недостаточны [7]. На этом фоне власти решили учесть, как финансовый результат от портфеля ценных бумаг, так и рост резервов по неработающему кредитному портфелю для 15 крупных банков (Таблица 2). Нереализованный финансовый результат 15 крупнейших банков составил 2,7 трлн йен. Сумма проблемных кредитов, подлежащих списанию, на конец марта 1999 года составляла 9,0 трлн йен. Итоговые потери составили 11,7 трлн йен, из которых банки самостоятельно привлекли 2,1 трлн йен, государство обеспечило 7,5 трлн йен, оставшаяся часть была покрыта из операционной прибыли банков. Также банки должны были списать

Таблица 1

Система страхования вкладов

Показатели	1996	1999
Численность персонала (чел.)	16	4500
Доступный лимит (млрд йен)	390	60 000

Пузырь японских активов в конце 1990-х и роль Банка Японии
в устранении его последствий

Таблица 2

Вливания капитала в 15 крупных японских банков (Sakura, Dai-Ichi Kangyo, Fuji, Sumitomo, Sanwa, Tokai, Asahi, Daiwa, IBJ, Mitsubishi Trust, Sumitomo Trust, Mitsui Trust, Toyo Trust, Chuo Trust, Yokohama) в 1999 году, млрд йен

Потенциальные убытки		Вливания капитала		Операционная прибыль
Нереализованный финансовый результат от переоценки портфеля ценных бумаг	-2 678	Частные фонды	2 150	
		Государство, из них: – привилегированные акции – субординированный долг	7 459 (6 159) (1 300)	2 536
Потенциальные убытки по кредитному портфелю	-9 044			
<i>Итого</i>	<i>11 722</i>	<i>9 609</i>		<i>2 536</i>

Источник: Cabinet Office; FRB; BEA.

проблемные кредиты со своего баланса и произвести консолидацию с другими банками.

Перед Банком Японии встал вопрос о побочных эффектах спасения финансовой системы, которая требовала таких значительных средств налогоплательщиков. Превалирующим был подход, который определял все эти меры как временные, пока системный риск не будет устранен. Особенностью банковского кризиса в Японии является большой период времени, который потребовался для того, чтобы осознать последствия и начать предпринимать соответствующие действия. Размер лопнувшего пузыря и уровень потерь, которые последовали за его взрывом, были настолько огромными, что превзошли все ожидания. Только в марте 1998 года, спустя восемь лет после того как пузырь лопнул, власти приняли меры, которые позволили использовать государственные средства для спасения финансовой системы.

Несмотря на то что в 1980-е годы в Японии происходило дерегулирование финансового сектора, существовало твердое убеждение о том, что крупные банки никогда не обанкротятся, поскольку власти

сделают все, чтобы этого не произошло. Это мнение было очень стойким. Только во второй половине 1990-х годов эта точка зрения начала подвергаться критике и тем самым переосмысливаться. И только в конце 1990-х годов утвердилось обратное мнение. Система взглядов, сложившаяся после Второй мировой войны, рушилась. Только во время кризиса 1997 года проблема банковского сектора была окончательно осознана и признана системной угрозой экономике.

В середине 1990-х годов Банк Японии столкнулся с дилеммой: открыто признать необходимость улучшения балансов банков и системы страхования, фактически собственноручно спровоцировав финансовый кризис, или не делать ничего. В конце концов власти выбрали второй вариант, решив не провоцировать кризис.

Японские банки только с 1995 года стали массово признавать убытки по кредитному портфелю, поскольку законодательно было расширено понятие «проблемный кредит» для увеличения прозрачности балансов банков. Резкий рост проблемных кредитов в 1995 и 1997 годах в значительной мере отражает этот пересмотр. В 1999

году после кризиса 1997 года было введено требование о полном раскрытии информации банками (Рисунок 4).

Мировой финансовый кризис 1997 года усилил и без того сберегательную модель поведения потребителей и еще больше подорвал доверие к финансовой системе. Способность банков расширять кредитование была ограничена со стороны банковской системы списаниями и резервами по кредитному портфелю и, как следствие, давлением на нормативы. Корпоративный сектор также не стремился наращивать инвестиции, видя пессимизм потребителей. Экономика вошла в рецессию, которая стала глубокой и продолжительной [8].

Банковский сектор является основным источником ресурсов для корпоративного сектора в Японии, в отличие, например, от США, где основную роль играет финансовый рынок. Расчистка балансов банковского сектора Японии заняла очень значитель-

ное время. Одной из основных причин этого стало сильное падение цен на землю и недвижимость, которое оставило банкам огромные объемы неработающих кредитов. Цены на недвижимость в городах с сентября 1985 по сентябрь 1990 года выросли в четыре раза. После взрыва пузыря в 1990 году они упали на 80 % к 1999 году. Списание и резервирование этих огромных объемов проблемных кредитов оказались болезненными и заняли значительное время. Такие финансовые инструменты, как секьюритизация проблемных кредитов, стали доступны в Японии лишь в конце 1990-х годов. Напротив, доступность данных инструментов в США уже в 1990-х годах позволила достаточно быстро расчистить балансы банков от проблемных кредитов и снять навес предложения с рынка недвижимости, тем самым остановив маховик падения цен. Учитывая большой навес предложения на рынке недвижимости в Японии, банки не стремились избавлять-

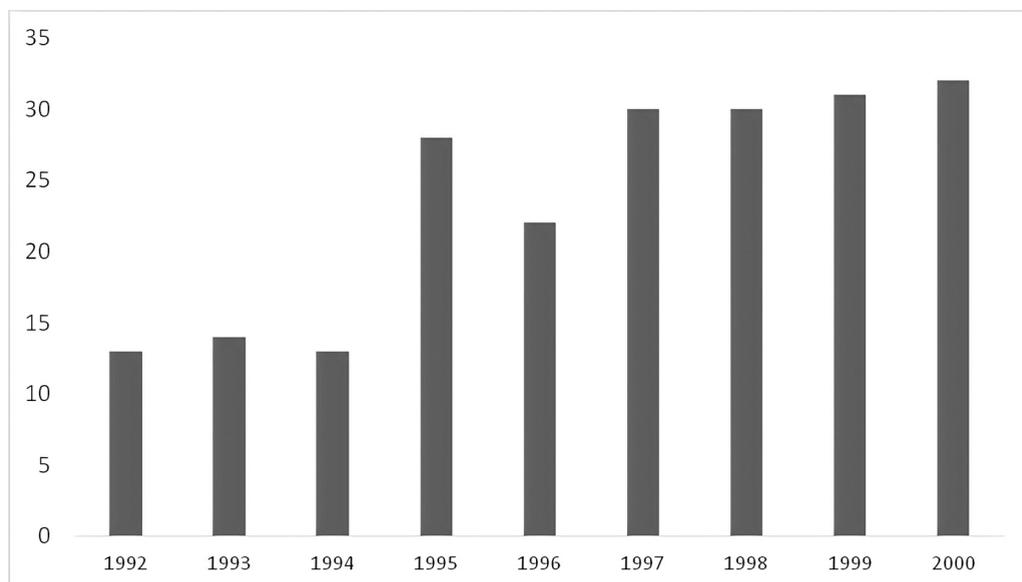


Рисунок 4. Пересмотр риск-метрик по кредитным портфелям японских банков (трлн йен)

Источник: Cabinet Office; FRB; BEA.

Пузырь японских активов в конце 1990-х и роль Банка Японии
в устранении его последствий

ся от проблемных активов, поскольку фактическое отсутствие покупателей на рынке приводило к сделкам с большими дисконтами и обваливало цены еще ниже, негативно отражаясь на балансах всех банков.

Управление финансовым кризисом – это всегда скоординированная работа с участием нескольких государственных органов, которые выполняют разные функции, в отличие от денежно-кредитной политики, которая находится исключительно в руках центрального банка. В случае Японии можно выделить четыре органа, которые осуществляли регулирование: Корпорация страхования вкладов, Министерство финансов, Банк Японии как кредитор последней инстанции и Агентство финансового надзора, которое было создано в июне 1998 года и выполняло функции надзора и издания приказов на основании действующего законодательства. От расстановки сил между этими четырьмя институтами зависела политика реагирования и противодействия кризису. Учитывая, что система страхования вкладов на ранних этапах кризиса не была гибкой, роль Банка Японии была определяющей. В арсенале Банка Японии, помимо инструментов денежно-кредитной политики, имелся набор средств по работе с проблемными банками, таких как предоставление ликвидности, предоставление капитала и др. Применение этих инструментов основывалось на четырех принципах:

- 1) вероятность того, что системный риск финансовой стабильности может реализоваться, должна быть высокой;
- 2) все остальные альтернативные источники ликвидности/капитала не работают;
- 3) Банк Японии, банк, у которого обнаружился проблемы, и другие участники процесса должны взять на себя ответственность за принимаемые решения;
- 4) финансовая стабильность не должна быть нарушена.

Данные принципы формировались на всем промежутке кризиса, постепенно трансформируясь и эволюционируя.

Опыт Банка Японии по борьбе с кризисом показывает, что при отсутствии институциональных рамок по обеспечению финансовой стабильности роль центрального банка резко возрастает. Учитывая, что затраты на спасение несостоятельных банков становятся больше с углублением кризиса, особое внимание следует уделять профилактике кризисов. Эффективность данного механизма в том числе связана с информационной эффективностью и открытостью в отношении всех финансовых институтов. Мониторинг и прогнозирование ликвидной позиции также являются важными факторами в определении сроков возможного вмешательства властей [9].

Опыт Японии 1990-х годов также свидетельствует о том, что кризис изменяет поведение банков. До взрыва пузыря активов существовала жесткая конкуренция за размер кредитного портфеля, чтобы увеличить свою долю на рынке кредитования в условиях экономического бума. Риск-метрики были занижены, как это часто бывает, на стадиях экономического бума и излишнего оптимизма. Такое поведение резко изменилось после того, как пузырь лопнул. В начале 1990-х банки изменили свои стратегии, которые теперь отражали более консервативные взгляды на оценку риска (Рисунок 5).

Этот шаг привел к резкому замедлению кредитования и, как следствие, к ускорению наступления рецессии. Чем больше в банках усугублялись проблемы, тем более консервативными становились банки [10].

Когда в начале 1990-х годов пузырь лопнул, никто не ожидал, что это приведет к такому затяжному кризису и долгому периоду слабого роста экономики в Японии. Вероятно, одним из ключевых моментов было

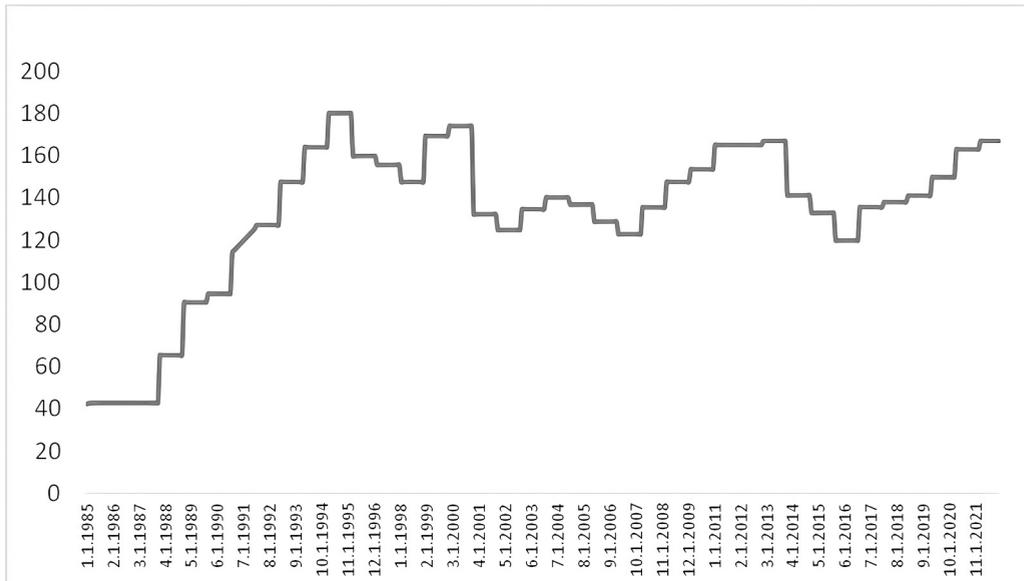


Рисунок 5. Банковское кредитование в Японии (1990 = 100)

Источник: Bank of Japan.

отсутствие инфраструктуры, которая могла сигнализировать о потенциальных масштабах проблем. Это, в свою очередь, могло бы побудить политиков принять более решительные действия на более ранней стадии. Стандарты бухгалтерского учета и формы раскрытия информации также представляются одними из важнейших элементов финансовой инфраструктуры. Наличие гибкой подстраховки в виде достаточно капитализированного фонда Системы страхования вкладов позволило бы использовать государственные средства раньше, а не после серии последовательных банкротств крупных финансовых институтов. Возможно, оно и не смогло бы предотвратить провалы этих крупных институтов, но время и затраты, которые критически важны для

сдерживания кризиса, могли бы быть менее значительными. Японские банки, в свою очередь, могли бы признать проблемы на своем балансе и приступить к расчистке балансов на более раннем этапе.

Банк Японии в середине 1990-х годов первым среди мировых центральных банков начал эксперимент по введению так называемой политики нулевых процентных ставок, которую начал в 1999 году. В 2001 году Банк Японии начал реализовывать программу количественного смягчения по покупке на баланс активов на рынке. Однако, несмотря на все эти усилия, финансовая система Японии по-прежнему обременена наследием прошлого, и экономика по-прежнему не может демонстрировать стабильный рост.

Литература

1. Land Economy and Construction and Engineering Industry Bureau. Survey on average prices of housing land by use and prefecture. 2004 // Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism. URL: https://www.mlit.go.jp/en/totikensangyo/totikensangyo_fr5_000027.html (дата обращения: 01.01.2023).
2. *Hiroshi Nakaso*. Monetary Policy Divergence and Global Financial Stability: From the Perspective of Demand and Supply of Safe Assets. Speech at a Meeting Hosted by the International Bankers Association of Japan". Токуо : Bank of Japan, 2017. January 20. URL: https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2017/data/ko170120a1.pdf (дата обращения: 01.01.2023).
3. *Okina K., Shirakawa M., Shiratsuka S.* The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons. Discussion Paper No. 2000-E-12. Institute for Monetary and Economic Studies. Bank of Japan. 2001. URL: <https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/00-E-12.pdf> (дата обращения: 01.01.2023).
4. *Yasushi Mieno*. The Maintenance of Financial System Stability and the Role of the Bank of Japan: Speech by the former Governor of the Bank of Japan. 31 October 1994. URL: https://www.boj.or.jp/en/research/past_release/told01.htm (дата обращения: 01.01.2023).
5. Report on the Framework of the Deposit Insurance System and Resolution of Failed Financial Institutions after the Termination of Special Measures // Financial Services Agency. 1999. December. URL: https://www.fsa.go.jp/p_mof/english/big-bang/ebb36.htm (дата обращения: 01.01.2023).
6. *Frankel A., Morgan P.B.* Deregulation and competition in Japanese banking // Federal Reserve Bulletin. 1992. August. P. 579–593. URL: <https://econpapers.repec.org/RePEc:fip:fedgrb:y:1992:i:aug:p:579-593:n:v:78no.8.htm> (дата обращения: 01.01.2023).
7. Group of Ten. Effects of consolidation on financial risk. Report on consolidation in the financial sector. 2001. January 25 // International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/Eng/> (дата обращения: 01.01.2023).
8. Designing frameworks for central bank liquidity assistance: Addressing new challenges. CGFS Papers No. 58. Working Group on Policy Challenges and Open Issues in Liquidity Assistance (WGIA). Committee on the Global Financial System. BIS, April 2017. URL: <https://www.bis.org/publ/cgfs58.pdf> (дата обращения: 01.01.2023).
9. *Tamin Bayoumi, Collyns C.* (Eds). Post-bubble blues: How Japan responded to asset price collapse. International Monetary Fund, 2000. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2000/bubble/> (дата обращения: 01.01.2023).
10. *Kozo Yamamura*. Too Much Stuff: Capitalism in Crisis. Policy Press, 2018. 224 p. ISBN: 978-1447335696.

References

1. Land Economy and Construction and Engineering Industry Bureau. Survey on average prices of housing land by use and prefecture. 2004. *Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism*. URL: https://www.mlit.go.jp/en/totikensangyo/totikensangyo_fr5_000027.html (accessed 01.01.2023).
2. *Hiroshi Nakaso* (2017). *Monetary Policy Divergence and Global Financial Stability: From the Perspective of Demand and Supply of Safe Assets*: Speech at a Meeting Hosted by the International Bankers Association of Japan, 20 January 2017. Tokyo : Bank of Japan. URL: https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2017/data/ko170120a1.pdf (accessed 01.01.2023).

3. Okina K., Shirakawa M., Shiratsuka S. (2001) *The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons*. Discussion Paper No. 2000-E-12. Institute for Monetary and Economic Studies. Bank of Japan. URL: <https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/00-E-12.pdf> (accessed 01.01.2023).
4. Yasushi Mieno (1994) *The Maintenance of Financial System Stability and the Role of the Bank of Japan*: Speech by the former Governor of the Bank of Japan. 31 October 1994. URL: https://www.boj.or.jp/en/research/past_release/told01.htm (accessed 01.01.2023).
5. Report on the Framework of the Deposit Insurance System and Resolution of Failed Financial Institutions after the Termination of Special Measures. *Financial Services Agency*. December 1999. URL: https://www.fsa.go.jp/p_mof/english/big-bang/ebb36.htm (accessed 01.01.2023).
6. Frankel A., Morgan P.B. (1992) Deregulation and competition in Japanese banking. *Federal Reserve Bulletin*. August. Pp. 579–593. URL: <https://econpapers.repec.org/RePEc:fip:fedgrb:y:1992:i:aug:p:579-593:n:v.78no.8> (accessed 01.01.2023).
7. Group of Ten. Effects of consolidation on financial risk. Report on consolidation in the financial sector. 2001. January 25. *International Monetary Fund*. URL: <https://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/Eng/> (accessed 01.01.2023).
8. Working Group on Policy Challenges and Open Issues in Liquidity Assistance (WGLA). *Designing frameworks for central bank liquidity assistance: Addressing new challenges*. CGFS Papers No. 58. Committee on the Global Financial System. BIS, April 2017. URL: <https://www.bis.org/publ/cgfs58.pdf> (accessed 01.01.2023).
9. Tamin Bayoumi, Collins C. (Eds). *Post-bubble blues: How Japan responded to asset price collapse*. International Monetary Fund, 2000. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2000/bubble/> (accessed 01.01.2023).
10. Kozo Yamamura (2018) *Too Much Stuff: Capitalism in Crisis*. Policy Press. 224 p. ISBN: 978-1447335696.