

ВОЗВРАЩЕНИЕ ЯПОНИИ

Дэниел Ситрин и Александер Вулфсон

**После
потерянного
десятилетия
экономика Японии
находится
на пути
к восстановлению**

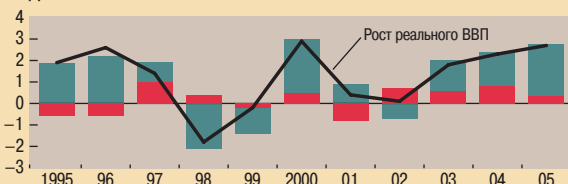
СНОВА экономика Японии пришла в движение, и на этот раз, похоже, всерьез. В последний год (или примерно в это время) появилось много сообщений о восстановлении экономики Японии и ее возрождении из пепла потерянного десятилетия, отсчет которого ведется с начала 1990-х годов. Для тех, кто этого не заметил, новость состоит в следующем: в экономике Японии наметился самый длинный период экономического роста за послевоенные годы, который длится уже более четырех лет. В 2005 году темпы экономического роста Японии составили почти 3 процента и стали самыми быстрыми среди стран Группы семи (в годовом исчислении с четвертого по четвертый квартал). И хотя поначалу основным фактором оживления являлся экспорт, на последнем этапе решающую роль играла высокая динамика внутренних расходов как на потребление, так и на капиталовложения (см. рис. 1).

Что же произошло? Чтобы ответить на этот вопрос, надо понять, что представляла собой

экономика Японии 10 лет назад. В период самого длинного и самого глубокого спада за послевоенную историю росту частных расходов и экономической активности препятствовали структурные проблемы в банковском и секторе и секторе корпораций. После того как в начале 1990-х годов лопнул пузырь цен на землю и акции, неизменно высокая доля необслуживаемых кредитов и понижающаяся стоимость портфелей активов банков препятствовали росту банковского кредитования и подрывали доверие домашних хозяйств и предприятий. Сектор корпораций находился под гнетом трех факторов — чрезмерных долгов, неиспользуемых мощностей и избыточной рабочей силы, — унаследованных с периода образования «ценового пузыря». Эти диспропорции в совокупности сдерживали как спрос на инвестиции, так и доходы домашних хозяйств (и, следовательно, потребительские расходы) в течение ряда лет. Глубина проблем и постепенный подход к их урегулированию, наряду с некоторыми непредвиденными внешними шоками, создали порочный круг падения спроса и понижения цен, который сохранялся столь долго.

Рисунок 1

Под воздействием внутренних факторов
Оживление внутреннего спроса является основным фактором подъема экономики Японии.



Факторы роста: ■ частный внутренний спрос ■ чистый экспорт

Источники: данные Кабинета министров Японии и расчеты персонала МВФ.

Рисунок 2

Более прибыльные компании
С оживлением спроса повысились коэффициенты прибыли компаний.



Источники: данные Министерства финансов Японии и расчеты персонала МВФ.

Десять лет спустя

Сегодня экономика Японии резко контрастирует с экономикой, которую мы наблюдали 10 лет назад, особенно в банковском и секторе и секторе корпораций.

Более здоровые банки. К концу сентября 2005 года доля необслуживаемых кредитов в крупных банках сократилась до менее чем 2½ процента со своего пикового значения в 8½ процента в начале 2002 года; в региональных банках ситуация также улучшилась, хотя и в меньшей степени. Поскольку банки должны отчислять меньшие средства в резервы на покрытие снижения стоимости активов и необслуживаемых кредитов, их прибыльность также возросла, хотя и остается низкой по международным стандартам. В целом банки Японии в настоящее время менее уязвимы перед шоками и способны лучше поддержать экономическую активность. В то время как реструктуризация корпораций и экономическое оживление позволили снизить избыточное давление, оказываемое необслуживаемыми кредитами, усиленные действия властей в области надзора и по другим направлениям сыграли важную роль в восстановлении здоровья банковской системы.



Покупатели на улице в Токио.



пиковых значений конца 1980-х годов как в обрабатывающем секторе, так и в других отраслях (см. рис. 2).

- *Улучшение балансов предприятий.* Огромные усилия, направленные на уменьшение бремени задолженности, принесли свои плоды, особенно в случае средних и малых фирм. Номинальная стоимость долгов корпораций сократилась за период с 1996 года на 125 трлн иен, а отношение долга к продажам в обрабатывающей промышленности вернулось к своему обычному значению, существовавшему до возникновения ценового «пузыря», и резко сокращается в других секторах экономики (см. рис. 3). В результате этого фирмы смогли высвободить оборотные средства для улучшения своего физического и человеческого капитала, а также вознаграждения работников и акционеров более высокими премиальными и дивидендами.

- *Устранение бремени неиспользуемых мощностей.* Наряду с возвратом долгов усилия по реструктуризации корпораций, предпринимавшиеся с середины 1990-х годов, включали уменьшение новых инвестиций в целях решения проблемы избыточных мощностей. В результате этого было сокращено бремя излишнего основного капитала; к 2005 году коэффициент загрузки мощностей вернулся к среднему значению периода 1980–1989 годов (см. рис. 4).

- *Завершение корректировки затрат на рабочую силу.* Усилия компаний, направленные на сокращение избытка рабочей силы, как представляется, также принесли свои плоды. Вначале фирмы полагались на более традиционные стратегии, такие как уменьшение числа вновь нанимаемых на работу и объема сверхурочных работ, но затем они приняли более агрессивный подход, заключающийся в сокращении штатов и замене работников, занятых полный рабочий день, работниками, используемыми неполный день или имеющими контракты с фиксированным сроком. Тем не менее при

снижении номинального объема продаж в условиях дефляции удельные затраты на рабочую силу продолжали возрастать вплоть до 1999 года. Однако затем бремя расходов на рабочую силу сократилось, и к 2005 году оно вернулось к уровню начала 1990-х годов. Хотя, возможно, предстоит некоторая дополнительная корректировка, улучшение ситуации с затратами на рабочую силу с начала 2005 года содействовало росту занятости и размеров заработной платы, подобно тому как начиная с 2003 года успехи в сокращении избыточных мощностей способствовали инвестициям. Предложение рабочих мест находится на рекордно высоком уровне, а рост числа работников, занятых полный рабочий день, опережает рост числа работников, занятых неполный день.

Более сильные компании. Фирмы в основном справились с задачей устранения избытков 1990-х годов путем уменьшения собственных расходов, сокращения неиспользуемых мощностей и использования возросшей прибыли для снижения задолженности. Основное внимание уделяется следующим вопросам.

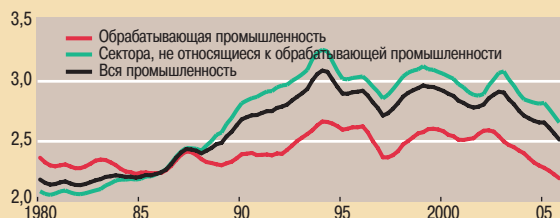
- *Повышение прибыли.* Благодаря непрекращающимся усилиям, направленным на сокращение расходов на рабочую силу и других издержек, закрытию неэффективных производителей и поставщиков и сильному спросу, в последние годы наблюдается резкий рост рентабельности фирм всех размеров. Так, отношение текущей прибыли к продажам достигает

Рисунок 3

Сокращение долгов корпораций

Уменьшение бремени задолженности корпораций позволило фирмам улучшить свои показатели.

(Отношение долга к продажам; скользящее среднее значение за четыре квартала)



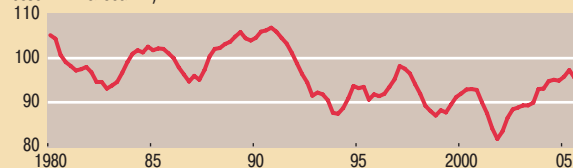
Источники: данные Министерства финансов Японии и расчеты персонала МВФ.

Рисунок 4

Полный вперед!

Компании Японии вновь выходят на полную скорость.

(Загрузка мощностей, 1980–1989=100; данные, скорректированные с учетом сезонных колебаний)



Источники: данные Министерства финансов Японии и расчеты персонала МВФ.

Эти положительные сдвиги становятся все более очевидными и признаются как общественностью Японии, так и международными инвесторами. Котировки активов более чем удвоились по сравнению с их низким уровнем 2003 года, падение цен на землю остановилось и перешло в рост, а доверие потребителей быстро повышается. И хотя ценовая дефляция оказалась крайне устойчивой, в конце 2005 года инфляция потребительских цен, наконец, достигла невысоких положительных значений. В начале марта Банк Японии принял решение, указывающее на прочность экономического оживления и окончание длительного и трудного периода, отказавшись от чрезвычайной политики «количественного смягчения ситуации», которая заключалась в предоставлении банкам больших объемов ликвидности в условиях кризиса финансовой системы и проблемы дефляции.

Перспективы развития экономики на среднесрочный период действительно являются весьма благоприятными, и в настоящее время МВФ прогнозирует рост ВВП на уровне, близком к 3 процентам в 2006 году и свыше 2 процентов в 2007 году. Однако свидетельствуют ли более благоприятные перспективы о результатах проведения реформ, или они являются только отражением предсказуемого оживления экономики после достаточно длительного периода циклического спада?

Хотя трудно дать однозначный ответ, обращает на себя внимание тот факт, что изменение ситуации в Японии последовало за усилением требований к банкам со стороны органов регулирования расчистить их балансы. Улучшение положения финансового сектора, в свою очередь, способствовало оживлению сектора корпораций (и наоборот). В то же время сокращение перекрестного владения акциями между банками и страховыми компаниями, с одной стороны, и киретсу, с другой стороны, содействовало более эффективному распределению ресурсов, поскольку руководство фирм теперь в состоянии лучше принимать решения исходя из соображений цен и качества. В целом улучшение экономических показателей Японии совпало с постепенным отходом от практики изолированного ведения коммерческих дел и государственного управления прошлого. Однако сохраняющаяся негибкость структур продолжает сдерживать рост. Процесс ликвидации диспропорций на рынках труда и продукции, уменьшения чрезмерного регулирования и укрепления анти-тревостских положений только начался.

Следующие 10 лет

Что остается сделать? Список — длинный; он включает меры по повышению эффективности использования рабочей силы, углублению конкуренции на рынках продукции, либерализации сельскохозяйственного сектора и стимулирования прямых иностранных инвестиций. В то же время требуется снизить высокий государственный долг (образовавшийся в годы после ценового «пузыря»). Хотя необходимость всех этих реформ общепризнанна — последние выборы, прошедшие в сентябре 2005 года, рассматриваются как одобрение обществом дальнейших реформ, — их осуществление может оказаться трудным, учитывая стойкую оппозицию со стороны определенных кругов и тех, кому выгодно сохранение существующей ситуации.

Ввиду благоприятных экономических перспектив на ближайшее время главной задачей Японии является обеспечение самостоятельного сильного устойчивого роста перед лицом растущих демографических трудностей. Япония быстро стареет, при том что темпы рождаемости сильно отстают от коэффициента воспроизводства населения. Население трудоспособного возраста уменьшается начиная с 2000 года, а коэффициент зависимости от пожилого населения (доля

в населении трудоспособного возраста лиц, достигших 65 лет) является самым высоким среди промышленно развитых стран. Хотя при уменьшении населения действительно требуются более низкие общие темпы экономического роста для поддержания существующего уровня жизни, необходимы высокие доходы на душу населения для покрытия растущих затрат на пенсионное обеспечение и здравоохранение «сидящего» общества.

В условиях сокращения рабочей силы рост на душу населения будет зависеть от повышения производительности путем более эффективного использования ресурсов и применения технического прогресса. В одном из недавних исследований по заказу правительства «Видение Японии в XXI веке» указывается на необходимость повышения производительности и использования выгод глобализации, чтобы избежать снижения жизненного уровня, например, посредством привлечения прямых иностранных инвестиций, либерализации торговли сельскохозяйственной продукцией и снятия ограничений на передвижение труда путем ослабления как трудовых норм, так и иммиграционной политики.

Сможет ли правительство и частный сектор совместными усилиями трансформировать экономику и создать такую «новую Японию»? Первые признаки вдохновляют. Экономика Японии, как представляется, приготовилась войти в новую фазу, главной характеристикой которой явится переход к более нормальным финансовым условиям, уменьшение сектора государственного управления и появление более эффективного частного сектора.

Нормализация финансовых условий. С окончанием периода дефляции домашние хозяйства и фирмы будут наблюдать возврат процентных ставок к более нормальному уровню. Ожидается, что даже с нормализацией финансовых условий будет по-прежнему проводиться стимулирующая денежно-кредитная политика. На первом этапе изъятие излишней ликвидности из банковской системы будет осуществляться постепенно, на протяжении нескольких месяцев, в течение которых ключевая процентная ставка будет оставаться нулевой. После этого, учитывая ожидаемую траекторию цен, повышение процентных ставок, вероятно, будет поэтапным.

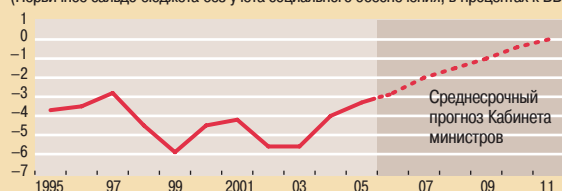
Уменьшение сектора государственного управления. После многих лет крупного дефицита проводится политика консолидации бюджета, призванная остановить рост государственного долга и высвободить средства, необходимые для проведения расходов в условиях стареющего населения. Поскольку чистый долг государственного сектора приближается к 100 процентам ВВП, неустойчивая бюджетная ситуация может оказать сдерживающее воздействие на оживление экономики. Отмечаются успехи в достижении официальной цели получения первичного профицита (исключая социальное обеспечение) к началу 2010 года при сокращении первич-

Рисунок 5

Более благоприятная бюджетная ситуация

Первичный дефицит Японии сокращается, а к 2011 году может смениться профицитом.

(Первичное сальдо бюджета без учета социального обеспечения, в процентах к ВВП)



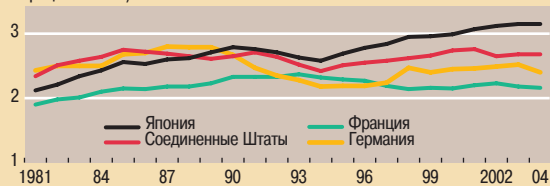
Источник: данные Кабинета министров Японии.

Рисунок 6

Инвестиции в будущее

Расходы Японии на научные исследования и опытно-конструкторские разработки превышают расходы ее конкурентов.

(Расходы на научные исследования и опытно-конструкторские разработки, в процентах ВВП)



Источники: данные Министерства финансов Японии и расчеты персонала МВФ.

ного дефицита до приблизительно 3 процентов ВВП в 2005 финансовом году по сравнению с 5½ процента в 2003 финансовом году (см. рис. 5).

До настоящего времени упор делался на ограничение расходов, в особенности путем урезания непродуктивных затрат на инфраструктуру. Однако в ближайшие годы большее значение должны будут приобрести меры по увеличению доходов, включая вероятное повышение налога на потребление (который в Японии является самым низким среди промышленно развитых стран, применяющих такой налог). Кроме того, ввиду прогнозируемого резкого повышения расходов на социальное обеспечение и здравоохранение потребуются урезать пособия при увеличении премиальных взносов (при текущей тенденции, несмотря на недавнюю пенсионную реформу, расходы на социальное обеспечение возрастут до 20 процентов ВВП в 2025 финансовом году с 16 процентов ВВП в 2005 финансовом году, а расходы на здравоохранение удвоятся).

Ожидается, что правительство продолжит политику уменьшения своей роли в экономике путем сокращения масштабов деятельности своих финансовых учреждений. Начиная с 2000 года кредиты, выдаваемые такими учреждениями, кроме Почты Японии, уже сократились на 20 процентов, а депозиты в Почте Японии, которыми в основном финансируются субоптимальные государственные инвестиции, также уменьшились на 20 процентов. Приватизация Почты Японии, крупнейшего депозитного учреждения в мире, устранил фактор неравенства конкуренции для частной банковской системы. Это может занять много времени, но выгоды от более эффективного использования сбережений в Японии могут быть значительными.

Более сильный банковский сектор. Произошла значительная консолидация городских японских банков, которые в настоящее время составляют три крупные банковские группы, получившие существенную прибыль в последние годы. Повышение рентабельности позволит банкам вернуть предоставленный им государственный капитал и укрепить базу своего капитала. В ближайшей перспективе рост процентных ставок должен привести к повышению прибыли благодаря увеличению чистой процентной маржи, однако ключевым фактором дальнейшего укрепления финансового сектора и предотвращения проблем в будущем явится продолжение политики улучшения кредитного ценообразования (на основе перспективной оценки кредитного риска) и отказа от чрезмерного кредитования под залог. Это будет особенно важно, так как укрепление корпораций ведет к оживлению спроса на банковские кредиты. (Так, в феврале 2006 года, после восьми лет непрерывного спада, темпы роста кредитования, наконец, стали положительными.)

Более эффективный корпоративный сектор. В значительной мере экономические перспективы Японии будут зависеть от способности корпораций продуктивно использовать свои восстановленные финансовые позиции и не допускать ошибок прошлого (то есть поддерживать коэффициенты задолженности на разумном уровне, реагировать на ценовые

сигналы и сосредоточивать внимание на прибыли). Акцент в деятельности сектора корпораций смещается с возврата долгов на расширение операций. Крупные японские производители заняли достаточно прочные позиции, чтобы решать задачи, вызванные глобализацией, и рационализировали свои операции, а также усилили глобальную интеграцию, в частности, путем создания производственных предприятий в Китае и Юго-Восточной Азии. Последнее обследование операций предприятий Японии за границей показывает, что отношение их производства за границей к общему выпуску продукции в среднесрочной перспективе может достичь 34 процентов по сравнению с 28 процентами в 2004 финансовом году. Кроме того, фирмы увеличили свои расходы на научные исследования и опытно-конструкторские разработки и начали увеличивать инвестиции с целью замены устаревающих производственных мощностей (см. рис. 6). Корректировка расходов на рабочую силу поможет поддержать спрос фирм на работников, занятых полный рабочий день, что явится положительным фактором для увеличения доходов и потребления.

Ключевую роль в том, чтобы компании Японии с полной эффективностью использовали свои текущие сильные позиции, сыграет качество корпоративного управления. Уже есть признаки того, что условия для надлежащего управления корпорациями улучшаются, так как их тесные связи с банками (выражающиеся в широком перекрестном владении акциями) продолжают ослабевать, а подотчетность перед акционерами возрастает. Несмотря на некоторые недавние громкие скандалы, борьба за управление корпорациями, по-видимому, усиливается: слияние корпораций достигло рекордных масштабов, а фирмы, имеющие крупные денежные средства, подвергаются возрастшему давлению увеличить выплаты дивидендов. Новые правила, облегчающие приобретение корпораций и уточняющие возможности защиты от поглощения, смогут привести к ускорению этого процесса, хотя многое будет зависеть от их реального применения (предложение разрешить иностранным компаниям использовать их акции для приобретения японских фирм уже было отложено).

Поворотный момент для Японии

Как представляется, Япония действительно стоит на перепутье. Учитывая вышеописанные улучшения и в целом благоприятные внешние условия, в предстоящее десятилетие страна должна достичь значительно более высоких темпов экономического роста. Действительно, некоторые научные обозреватели и рыночные аналитики считают, что тренд роста производительности Японии ускорился, и общий рост ВВП может составлять 2–2½ процента на устойчивой основе даже при сокращении населения. Такие темпы роста будут свидетельствовать о позитивном эффекте проведенных реформ и помогут создать благоприятные условия для следующего пакета реформ, необходимого для сохранения высоких темпов развития.

Самоподдерживающийся экономический рост в Японии окажет значительное позитивное глобальное воздействие. Рост в Японии, имеющей вторую по величине экономику в мире, окажет влияние на всю Азию и глобальную экономику, а также будет способствовать более сбалансированному глобальному росту. Это также поможет сократить диспропорции по глобальному счету текущих операций. Пройден длинный путь, и Япония теперь может способствовать стабильному и динамичному развитию мировой экономики. ■

Дэниел Ситрин — заместитель директора Департамента стран Азиатско-тихоокеанского региона (ДАТ). Александр Вулфсон — директор «Citigroup Inc.» в «Global Country Risk Management», в 2001–2005 годах — экономист ДАТ.