

DOI: 10.55105/2500-2872-2023-1-59-79

Финансовые кризисы и финансовое заражение в Японии

А.О. Овчаров

Аннотация. В статье проведен анализ особенностей финансовых кризисов в Японии в контексте использования теоретических и практических подходов к финансовому заражению. Сделан краткий обзор трех значимых финансовых кризисов, наблюдавшихся в период 1990–2009 гг., с выделением их причин, характера и последствий. Сильное влияние на японскую экономику оказал банковский кризис 1997–2001 гг., ставший одним из самых заметных событий «потерянного десятилетия». Его уроки позволили японскому правительству с минимальными потерями преодолеть мировой финансовый кризис 2007–2009 гг., который негативно повлиял не столько на кредитный и фондовый рынки, сколько на реальный сектор экономики Японии и ее внешнюю торговлю.

Распространение кризисов продуктивно рассматривать с позиций теории и методологии финансового заражения. Оно представляет собой процессы трансмиссии негативных шоков, которые могут приводить к нарушению фундаментальных связей между странами и рынками, тем самым способствуя нарастанию кризисов и нестабильности. В статье показано, что Япония может выступать как передатчиком, так и реципиентом заражения. Приведены примеры исследований, в которых рассматриваются каналы и направленность финансового заражения в Японии. Его особенность заключается в том, что основным каналом передачи шоков в данной стране выступают торговые связи, а не финансовые. Учет этого обстоятельства объясняет эффективность политики поддержки реального сектора экономики, проводимой японским правительством в период мирового финансового кризиса 2007–2009 гг.

С целью иллюстрации методологии финансового заражения в статье было проведено эмпирическое исследование страновых и межотраслевых эффектов заражения в японской экономике в период COVID-19. Использовался конкретный инструмент выявления заражения (статистические тесты) и обширная эмпирическая база. В результате страновые эффекты подтвердились лишь частично – Япония оказалась реципиентом финансового заражения, пришедшего от Китая, но слабо передавала его другим странам. Межотраслевое заражение распространялось более активно (его зафиксировали более половины тестов). При этом была обнаружена неравномерность передачи шоков между секторами, обсуждены возможные причины высокой или низкой восприимчивости к заражению в разных секторах.

Ключевые слова: японская экономика, финансовые кризисы, финансовое заражение, каналы заражения, тестирование, отрасль, COVID-19.

Автор: Овчаров Антон Олегович, доктор экономических наук, профессор, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского (адрес: 603022, Нижний Новгород, проспект Гагарина, 23). ORCID: 0000-0003-4921-7780; E-mail: anton19742006@yandex.ru

Конфликт интересов. Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Для цитирования: Овчаров А.О. Финансовые кризисы и финансовое заражение в Японии // Японские исследования. 2023. № 1. С. 59–79. DOI: 10.55105/2500-2872-2023-1-59-79

Financial crises and financial contagion in Japan

A.O. Ovcharov

Abstract. The article analyzes the features of the financial crises in Japan in the context of using theoretical and practical approaches to financial contagion. A brief overview of the three significant financial crises observed in the period 1990–2009 is made with the identification of their causes, nature, and consequences. A strong impact on the Japanese economy was exerted by the banking crisis of 1997–2001, which became one of the most noticeable events of the “lost decade”. Its lessons allowed the Japanese government to overcome with minimal losses the global financial crisis of 2007–2009, which negatively affected not so much the credit and stock markets as the real sector of the Japanese economy and its foreign trade.

It is productive to consider the spread of crises from the standpoint of the theory and methodology of financial contagion. It is a process of transmission of negative shocks that can lead to the disruption of fundamental links between countries and markets, thereby contributing to the growth of crises and instability. The article shows that Japan can act as both a transmitter and a recipient of infection. Examples of studies that examine the channels and direction of financial contagion in Japan are given. Its important feature is that the main channel for the transmission of shocks in a given country are trade relations, and not the financial ones. Taking this circumstance into account explains the effectiveness of the policy of supporting the real sector of the economy pursued by the Japanese government during the global financial crisis of 2007–2009.

In order to illustrate the methodology of financial contagion, the article conducted an empirical study of the country and cross-industry effects of infection in the Japanese economy during the COVID-19 period. A specific infection detection tool (statistical tests) and an extensive empirical database were used. As a result, the country effects were confirmed only partially – Japan was the recipient of the financial contagion that came from China, but only weakly transferred it to other countries. Cross-industry infection spread more actively (it was recorded by more than a half of the tests). At the same time, uneven transmission of shocks between sectors was detected; possible causes of high or low susceptibility to infection in different sectors were discussed.

Keywords: Japanese economy, financial crises, financial contagion, channels of contagion, testing, industry, COVID-19.

Author: *Ovcharov Anton O.*, Doctor of Sciences (Economics), Professor, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod (address: 23, Gagarina Av., Nizhny Novgorod, 603022, Russian Federation). ORCID: 0000-0003-4921-7780; E-mail: anton19742006@yandex.ru

Conflict of interests. The author declares the absence of the conflict of interests.

For citation: Ovcharov A.O. Finansovye krizisy i finansovoe zarazhenie v Yaponii [Financial crises and financial contagion in Japan]. *Yaponskiye issledovaniya [Japanese Studies in Russia]*, 2023, 1, 59–79. (In Russian). DOI: 10.55105/2500-2872-2023-1-59–79

Введение

Финансовые кризисы являются обязательным атрибутом мировой экономики. Первый суверенный дефолт был зафиксирован в Англии в 1340 г.¹ и с тех пор практически во всех развитых и развивающихся странах регулярно происходят кризисы разных видов и разной продолжительности. Негативные последствия финансовых кризисов сказываются как на непосредственных участниках финансовых рынков (теряют деньги вкладчики разорившихся

¹ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff. This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises, p. 20. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w13882/w13882.pdf (дата обращения: 15.12.2022).

банков, держатели ценных бумаг при дефолте и т. п.), так и на всей экономике. Есть оценки, согласно которым общие потери ВВП в результате локального финансового кризиса составляют 5–10%, а на восстановление экономики требуется 2–3 года [Рустамов 2012].

Особенностью любого кризиса является то, что он действует не одномоментно, а через механизмы усиления возникающих проблем и их распространения по разным каналам от одного рынка или какой-либо страны к другому рынку или другой стране. Эти процессы, на наш взгляд, продуктивно изучать с позиций теории и методологии финансового заражения – концепции, широко распространенной в зарубежных исследованиях, но слабо представленной в работах российских ученых. Она акцентирует внимание на особенностях передачи негативного шока от источника к реципиенту и позволяет устанавливать причинно-следственные связи между экономическими показателями в докризисный и кризисный периоды. Данная концепция, помимо сугубо научного общетеоретического интереса, имеет большую ценность, поскольку она дает исследователям конкретный инструмент для выявления заражения, а, значит, и понимания механизмов развития кризисов.

В данной статье мы выделим причины и особенности распространения современных кризисов в Японии и продемонстрируем в отношении этой страны возможности методологии финансового заражения для выявления страновых и межотраслевых эффектов. Япония, как известно, относится к крупнейшим экономикам мира, находится в лидерах по различным показателям. Например, по данным за 2021 г. она занимала третье место в мире по абсолютной величине валовых (15,8 трлн евро) и чистых (12,7 трлн евро) финансовых активов². Однако японская экономика сталкивается с проблемами, прежде всего, связанными с высоким уровнем государственного долга и старением населения, которые могут рассматриваться как предпосылки кризиса. При этом уязвимость экономики может наблюдаться и в относительно «спокойные» периоды – в этом смысле подход на основе использования методов выявления финансового заражения может рассматриваться как способ раннего диагностирования финансовых кризисов.

Особенности финансовых кризисов в Японии: краткий исторический экскурс

Японскую экономику на фоне других экономик можно определить как устойчивую к финансовым кризисам. В актуальной базе данных, охватывающей 206 стран и насчитывающей 765 локальных финансовых кризисов за более чем пятидесятилетний период, Япония встречается только один раз [Nguyen, Castro, Wood 2022]. В этой базе зафиксирован единственный японский банковский кризис, временные границы которого определены 1997–2001 гг. В базе суверенных дефолтов, которую ведут Банк Канады и Банк Англии, Япония вообще не представлена. В этой стране в новейшей истории никогда не было ни валютных кризисов, ни кризисов суверенного долга³. Подобная ситуация характерна и для некоторых других стран, однако это скорее исключение из правила. Большинство развитых и развивающихся экономик

² Allianz Global Wealth Report 2021, p. 50–51. https://www.allianz-trade.com/content/dam/onemarketing/aztrade/allianz-trade_com/en_gl/erd/publications/pdf/2021_10_07_Global-Wealth-Report.pdf (дата обращения: 15.12.2022).

³ Тот факт, что Япония занимает одно из лидирующих мест в перечне стран с наибольшим уровнем госдолга (в топ-20 стран с самым высоким показателем «госдолг / ВВП» Япония в 2021 занимала вторую после Венесуэлы позицию со значением 263,14% (<https://www.statista.com/statistics/268177/countries-with-the-highest-public-debt>)) не означает наличие долгового кризиса. Для его признания необходим задокументированный факт, что государство не в состоянии выполнить свои обязательства по основному долгу или процентам, либо оно вынуждено реструктурировать долг на менее выгодных условиях.

неоднократно испытывали на себе тяжесть кризисов разной продолжительности и с разными последствиями, причем многие из них сталкивались даже с так называемыми двойными и тройными кризисами. Например, южнокорейская экономика за период с 1950-х гг. по настоящее время прошла через один двойной кризис 1997–1998 гг. (банковский и валютный) и серию из семи валютных кризисов.

Вместе с тем, не совсем корректно говорить о единственном кризисе, затронувшем японскую экономику. Наш анализ публикаций по данной проблематике позволяет сделать вывод о наличии дискуссий в отношении трех значимых финансовых кризисов (финансовый пузырь в начале 1990-х гг., серия крахов японских банков в конце 1990-х гг. и побочные эффекты от мирового финансового кризиса 2007–2009 гг.). Первый кризис – это лопнувший «финансовый пузырь», за которым последовал длительный экономический спад. Само понятие «пузырь» в экономике, как известно, связывается с отклонением рыночной цены актива от некоего уровня, определяемого фундаментальными факторами, прежде всего, ожидаемой прибылью и процентными ставками. Если цены отрываются от таких факторов и начинают расти исключительно на спекуляциях и на настроениях рынка, «пузырь» раздувается и, в конечном счете, лопаются. В Японии «финансовый пузырь» зародился в конце 1980-х гг. одновременно с экономическим подъемом, когда наблюдался бурный рост курса акций, цен на недвижимость, количества денег в обращении и банковских кредитов [Леонтьева 2006, с. 364]. Разрастание «пузыря» продолжалось несколько лет за счет спекуляций финансовыми активами и земельными участками при активном вовлечении в этот процесс коммерческих банков. Однако в 1991 г. «пузырь» лопнул – рост цен сменился их падением, причем более глубоким и продолжительным (общая сумма потерь от падения цен на активы оценивалась в 1200 трлн иен, что почти в 3 раза больше среднегодового ВВП Японии). Падение цен на активы привело к сокращению спроса, снижению сначала оптовых, а затем и потребительских цен, к раскручиванию «дефляционной спирали» (сочетанию снижения цен с падением производства). Наступил период, который в литературе был назван «потерянным десятилетием» или японской Великой депрессией.

Данный период достаточно подробно описан в экономических исследованиях. Спад экономической активности теоретически мог быть объяснен следованием Японией нормальной циклической модели, хотя и более продолжительной, чем обычно. Такому подходу даже соответствовали реальные данные – за спадом в самом начале 1990-х гг. последовали зарождающиеся признаки экономического роста на протяжении большей части 1996 г. и начала 1997 г. Однако восстановления не произошло, ситуация в Японии приобрела характер глубокой рецессии, в которой впервые с 1950-х гг. оказалась крупная индустриальная страна, причем последовательно проводившая антициклическую политику [Yaoumi 2001]. Поэтому объяснение причин «потерянного десятилетия» требовало более глубокого анализа, появлялись конкурирующие гипотезы.

Одна из них заключается в том, что кризис стал следствием неадекватных мер политики, особенно в части расширения бюджетных расходов [Posen 1998]. Несмотря на то, что японское правительство принимало ряд программ, направленных на оживление активности в разных сферах, их влияние на реальную экономику было минимально. Альтернативная точка зрения, которая фокусируется на денежно-кредитной политике, гласит, что Япония оказалась в ловушке ликвидности [Krugman 1998]. Япония отличается относительно низкой нормой потребления и, наоборот, высокой нормой сбережений. В докризисные годы это приводило к масштабным инвестициям. Однако замедление экономического роста и дефляционные процессы привели к большому дисбалансу между сбережениями и инвестициями, из-за чего равновесный реальный процент стал отрицательным. Домохозяйства и предприятия в такой ситуации предпочитают держать наличные деньги, поскольку это приводит к увеличению реальных выгод, равных уровню дефляции. Из-за ожиданий относительно дальнейшего падения цен

монетарные власти Японии не в состоянии были снизить процентные ставки, тем самым делая невозможным стимулирование инвестиций.

Существует также точка зрения, что кризис был связан с проблемами финансового посредничества. В Японии банки играют гораздо более важную роль в этом процессе, чем в англосаксонских странах, таких как США или Великобритания. Во время разрастания «финансового пузыря» они ссужали большие суммы денег фирмам, использующим землю в качестве залога. Однако лопнувший «пузырь» привел к падению цен на землю, поэтому многие из этих кредитов перестали работать. Такие шоки финансового посредничества негативно повлияли на банковский капитал и привели к неуклонному сокращению инвестиций на протяжении 1990-х гг., что было подтверждено эмпирическими исследованиями [Hirakata et al 2016].

Наконец, нельзя недооценивать влияние нефинансовых факторов на глубокую рецессию в японской экономике. В этом контексте обычно выделяются две причины: снижение темпов роста общей факторной производительности (total factor productivity – TFP) и сокращение продолжительности рабочей недели с 44 часов до 40 часов в период 1988–1993 гг. [Hayashi, Prescott 2002]. Сторонники такого подхода считают, что проблема заключается не в развале финансовой системы страны и неиспользовании выгодных инвестиционных возможностей из-за отсутствия доступа к рынкам капитала, а в низком росте производительности труда.

Вполне очевидно, что любые объяснения «потерянного десятилетия» не являются взаимоисключающими. Каждое объяснение указывает на различный набор факторов (фискальные, монетарные, трудовые и т. п.), имеющих решающее значение для понимания масштабов и характера рецессии. В контексте тематики нашей статьи значимую роль играет банковский фактор, поскольку именно в эти годы разразился самый острый банковский кризис за всю японскую историю. Действительно, в послевоенный период и до конца 1990-х гг. в Японии не было крупных банковских крахов. Это связано с функционированием «конвойной системы» (convoy system) – жестким регулированием центральным банком всей финансовой сферы с целью поддержания жизнеспособности любых, даже слабых кредитных институтов. Банки тогда рассматривались как формальные финансовые посредники, нужные стране исключительно для перенаправления средств от домохозяйств в промышленный сектор, играющий ключевую роль в восстановлении экономики после Второй мировой войны. Другими словами, японские банки во второй половине XX в. выполняли функции поставщиков государственных финансовых услуг, а не конкурентоспособных финансовых институтов. У них не было стимулов бороться за вкладчиков, разрабатывать новые продукты и т. п. Все знали, что банковская система надежна и устойчива, и государство не позволит ее ослабить. В целом такой подход был оправдан – банковская система работала бесперебойно и способствовала устойчивому экономическому росту, который превратил Японию в крупную экономическую державу.

Однако в 1970-е гг. в Японии были запущены процессы финансового дерегулирования, которые косвенно способствовали наращиванию рисков в финансовой системе. Эпизодические сбои стали наблюдаться после 1991 г., когда лопнул «финансовый пузырь». В последующие годы банковские риски еще более усилились, возникла такая специфическая проблема, как «зомби-кредитование». Речь идет о том, что многие проблемные банки для того чтобы избежать потерь на своих собственных балансах стали предоставлять кредиты неплатежеспособным заемщикам, делая ставку на то, что каким-то образом эти фирмы восстановятся или им окажет помощь правительство (эти заемщики и получили название «зомби»). Но в реальности практика «зомби-кредитования» привела к нерациональному использованию банковских кредитов. В частности, неэффективные отрасли, такие как недвижимость или строительство, получили больше банковских кредитов, чем другие сектора, которые показали лучшие результаты (например, обрабатывающая промышленность) [Caballero, Hoshi, Kashyap 2008].

Стало очевидно, что проблема неработающих кредитов угрожает жизнеспособности банковской системы. Если в 1995 г. по официальным данным объем просроченных (необслуживаемых) кредитов (NPLs – nonperforming loans) составлял 40 трлн иен (469 млрд долл.) или 10% ВВП, то к концу 1998 г. показатель NPLs стал равным 88 трлн иен (725 млрд долл.) или 18% ВВП). Неофициальные оценки указывали даже на сумму в 1 трлн долл., что эквивалентно 25% ВВП⁴. Произошла серия банкротств банков и крупных компаний, реорганизаций и слияний, которая сказалась на устойчивости всей японской экономики и потребовала принятия экстраординарных мер поддержки со стороны правительства и монетарных властей. В общей сложности 7 банков были национализированы, 61 финансовое учреждение закрыто и 28 учреждений объединены. Например, в 1998 г. слияние трех банков, входящих в конкурирующие финансово-промышленные группы, привело к образованию крупнейшего в мире финансового объединения «Мидзухо» с капиталом 140 трлн иен. В 2001 г. благодаря слиянию «Сакура гинко» и «Сумитомо гинко» начал работу новый гигант «Мицуй-Сумитомо гинко». Наконец, в 2005 г. в результате слияния двух банков появился крупнейший в мире банк с совокупными активами около 2 трлн долл. [Лебедева 2007, с. 115–116].

В таблице 1 нами выделены некоторые характеристики этого банковского кризиса, причем в сравнении с аналогичными кризисами, произошедшими в других азиатских странах примерно в это же время. Из таблицы видно, что Япония на фоне других государств продемонстрировала меньшие масштабы потерь и меньшие траты на борьбу с кризисом, хотя в целом интенсивность антикризисной политики была очень высокой. Правительством была проведена реформа регулирования финансовых рынков, включающая как ряд либеральных мер (устранение барьеров к доступу на финансовые рынки, разрешение внебиржевой торговли ценными бумагами и т. п.), так и жесткие правила, направленные на решение проблемы неработающих кредитов. На эти цели было выделено порядка 500 млрд долл., что позволило кардинальным образом изменить структуру банковского сектора и прежнюю модель осуществления деятельности.

Таблица 1. Характеристики финансовых кризисов и антикризисной политики в Японии и других азиатских странах

Характеристики	Страна				
	Япония	Южная Корея	Индонезия	Малайзия	Таиланд
Период	1997–2001	1997–1998	1997–2001	1997–1999	1997–2000
Экономические показатели кризиса					
Потери объемов производства, % от ВВП	17,6	50,1	67,9	50,0	97,7
Доля NPLs на пике кризиса, % от общего объема кредитов	35,0	35,0	32,5	30,0	33,0
Спад реального ВВП на пике кризиса, %	2,0	6,9	13,1	7,4	10,5
Ликвидность банковского сектора на пике кризиса*, %	2,4	27,4	23,1	9,7	5,1

⁴ Systemic Banking Crises: A New Database, p.40. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf> (дата обращения: 15.12.2022).

Прирост отношения госдолга к ВВП, %	41,7	9,9	67,6	0,2	42,1
Характеристики антикризисной политики					
Бюджетные расходы**, % от ВВП	14,0	31,2	56,8	16,4	43,8
Гарантии государства по обязательствам банков, месяцев	89	37	78	91	89
Рекапитализация банков, % от ВВП	6,6	19,3	37,3	16,4	18,8
Национализация банков	Да	Да	Да	Да	Да
Покупка банковских активов	Да	Да	Да	Да	Да
Замораживание депозитов	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет

Составлено по: Systemic Banking Crises: A New Database. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf> (дата обращения: 15.12.2022).

Примечания:

* ликвидность в данном случае измеряется как отношение требований центрального банка в отношении банков с денежными средствами вкладчиков к общему объему депозитов и обязательств перед нерезидентами;

** учитываются валовые бюджетные расходы, непосредственно связанные с реструктуризацией финансового сектора.

Проблема «плохих долгов» к 2003 г. в целом была решена, экономический рост возобновился до 2007 г., однако мировой кризис 2007–2009 гг. (уже не японская, а глобальная «Великая рецессия») его остановил. Формально, если следовать принципам идентификации локальных банковских, долговых или валютных кризисов, в Японии не было зафиксировано ни одного из этих типов финансовых кризисов, тогда как это было сделано в отношении многих других стран из разных регионов. Здесь речь идет о побочных эффектах глобального кризиса, которые привели к существенному ухудшению экономической ситуации. Причем особенность ситуации в этой стране заключалась в том, что в отличие от многих других развитых экономик данный кризис оказал прямое и более значительное влияние на реальный сектор Японии и ее торговлю, чем на финансовую и кредитную сферы. Конечно, финансовые институты оказались затронутыми кризисом, однако потери, которые они понесли по низкокачественным активам, были относительно небольшими. Общие убытки кредитных учреждений от низкокачественных ипотечных ценных бумаг за период с апреля 2007 по март 2009 г. составили всего 2,1% от общего капитала первого уровня.

Хотя с сентября 2008 г. и наблюдалось ухудшение финансовых условий⁵, основную тяжесть кризиса испытала международная торговля. На рис. 1 за продолжительный период времени продемонстрировано ежеквартальное изменение темпов роста экспорта и импорта Японии в сопоставлении с такими же темпами роста ВВП. Из рисунка видно, что глубина спада оборота международной торговли в период мирового кризиса многократно превышает общий спад ВВП.

⁵ Например, индекс диффузии финансовых позиций, характеризующий отношение к кредитованию компаний разных размеров, резко снизился и приблизился к уровню конца 1990-х гг. [Shimizu 2019].

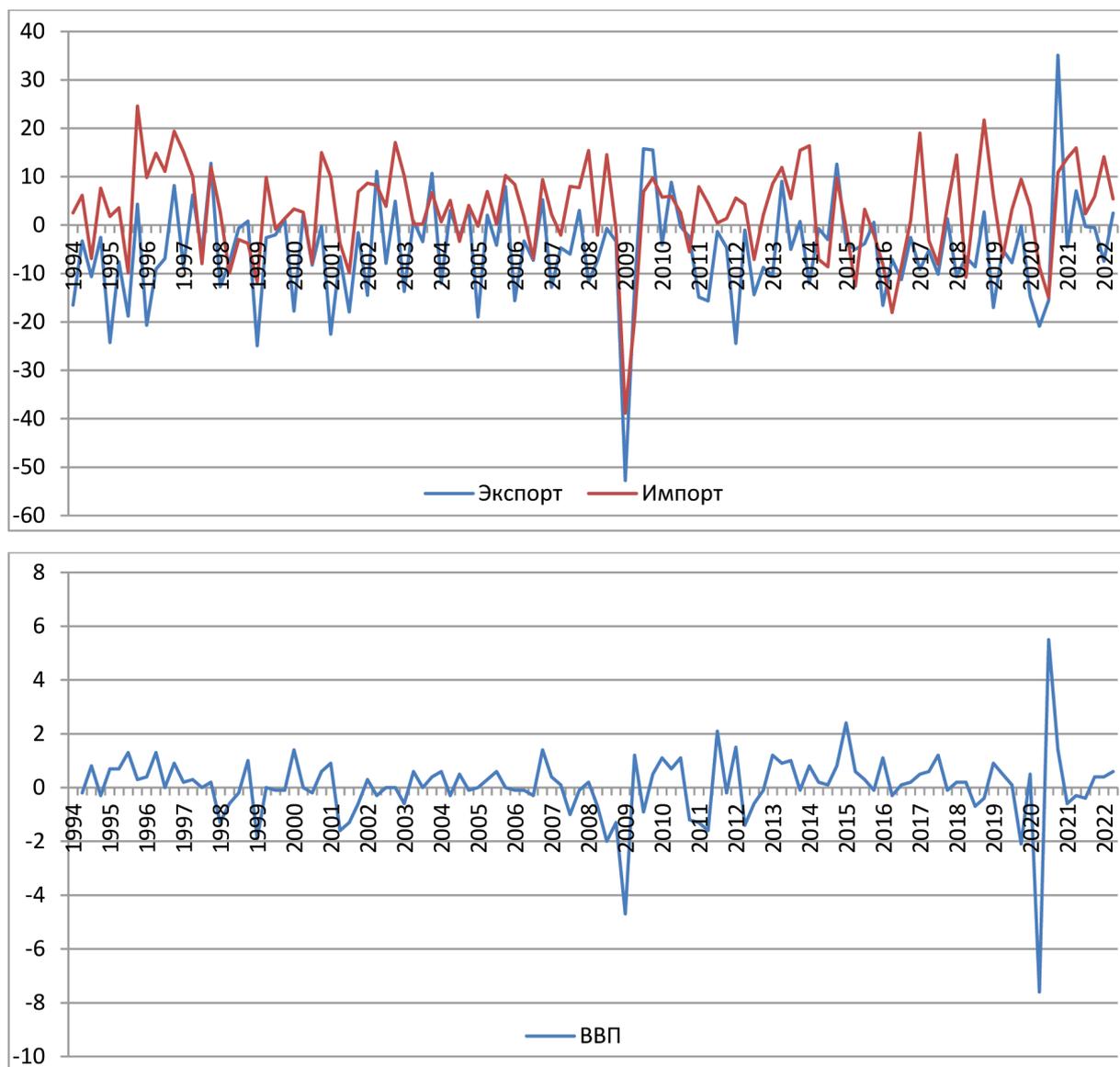


Рис. 1. Темпы роста экспорта, импорта и ВВП Японии за период 1994-2022 гг., %.

Рассчитано и составлено по: Trade Statistics of Japan. https://www.customs.go.jp/toukei/suii/html/time_e.htm; GDP (Expenditure Approach) and Its Components. https://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/sokuhou/files/2022/qe222_2/gdemenuea.html (дата обращения: 15.12.2022)

Сокращение международной торговли было вызвано снижением спроса со стороны стран с развитой экономикой, особенно США и Великобритании, которые сильно пострадали от финансового кризиса. Экспорт для Японии всегда был одним из основных секторов, поэтому такой шок сильно повлиял на реальную экономику. Промышленное производство сократилось примерно на треть в период с сентября 2008 г. по февраль 2009 г., что привело к серьезному росту безработицы к середине 2009 г.

Следует отметить, что проблемы в торговых связях оказались основной причиной кризиса в японской экономике и на микроуровне. Анализ изменений в операционных показателях японских фирм за однолетний и двухлетний периоды после начала кризиса показал, что финансовый кризис 2007–2009 гг. распространился на японские фирмы в основном через торговый канал. Канал ликвидности сыграл меньшую роль в падении цен на акции и снижении рентабельности инвестиций. Шок на финансовых рынках спал быстрее, чем в торговле – это

объясняется нетрадиционной денежно-кредитной политикой Банка Японии, а также мерами правительства по предоставлению экстренного корпоративного финансирования [Hosono, Takizawa, Tsuru 2016].

Эффекты финансового заражения и их проявления в Японии

Существование в японской экономике финансовых кризисов и рецессий означает ее восприимчивость к эффектам финансового заражения – процессам передачи шоков от одной страны к другой стране или между секторами экономики. Термин «заражение» взят из лексикона медицинской науки и используется в экономике с той целью, чтобы подчеркнуть важность понимания роли трансмиссионных механизмов в периоды нестабильности и кризисов. Процесс заражения в экономических системах можно представить следующим образом: негативный шок, изначально затрагивающий лишь один рынок или регион, распространяется по определенному каналу на другие рынки или регионы. Последние, в свою очередь, становятся новыми передатчиками заражения, направляя его по тому же самому или другим каналам очередным получателям. В результате возникает цепная реакция (эффект домино), приводящая к структурным разрывам и снижению устойчивости всей экономической системы.

В теоретическом плане важно выделять каналы распространения заражения и всех участников этого процесса. Чаще всего исследователи, используя различия между странами в степени подверженности торговым и финансовым потрясениям, сравнивают торговые и финансовые каналы. Однако результаты неоднозначны, поскольку в разных работах приоритет отдается разным каналам. Например, на основе анализа данных по 20 индустриальным экономикам (включая и японскую экономику) за период 1959–1993 гг. был сделан вывод о ключевой роли торговых связей в трансмиссии заражения [Eichengreen et al 1995]. С другой стороны, для азиатских кризисов 1990-х гг. чаще рассматривались финансовые каналы. В частности, есть доказательства, что финансовые связи, проявившиеся через прекращение кредитования крупными японскими банками заемщиков из разных стран, имели большое значение в распространении этих кризисов [Kaminsky, Reinhart 2000].

В периоды кризисов многие банки, которые несут убытки из-за проблемных активов, сокращают объемы кредитования. Если эти банки работают на международном уровне, то через ухудшение качества активов и снижение их стоимости будет осуществляться трансграничная передача финансового заражения. Однако опыт Японии во время мирового финансового кризиса 2007–2009 гг. свидетельствует о том, что прямое влияние такого канала на экономику было ограниченным. Поскольку кредиты от иностранных банков японским компаниям были незначительны (их доля составляла всего 2%), последние серьезно не пострадали от кредитного кризиса. Более того, сами японские банки после дефолта Lehman Brothers увеличили объем кредитования в ответ на растущий спрос, вызванный сокращением ликвидности на рынках коммерческих бумаг и корпоративных облигаций. В этом смысле Японию даже можно рассматривать не как реципиента, а как передатчика заражения.

Если же, наоборот, Японию рассматривать как реципиента заражения, то во время мирового финансового, а впоследствии и пандемического кризиса, основную роль сыграли торговые связи. Они могут проявляться по-разному. Так, по мере того, как страна, пострадавшая от кризиса, впадает в рецессию, спрос на импорт в этой стране снижается из-за эффекта дохода. Если же валюта пострадавшей от кризиса страны обесценивается, то спрос на импорт снижается как в данной стране, так и на третьих рынках из-за ценового эффекта. Наконец, девальвация в стране, первой пострадавшей от кризиса, может оказать давление на другие страны, чтобы они девальвировали свою собственную валюту. Этот механизм в Японии не сработал, поскольку национальная валюта в период мирового кризиса укрепилась. Однако сработал механизм

установления торговых барьеров, которые сдерживают экспортно-импортные операции. В частности, было отмечено, что в 2008–2009 гг. усиление торговых препятствий привело к сокращению торговли в некоторых странах, включая Японию⁶. При этом последствия этих изменений в значительной степени компенсировали друг друга на глобальном уровне.

Финансовое заражение испытывают самые разные сектора и сферы экономики. Так, исследовалось распространение заражения на рынке ценных бумаг на основе анализа волатильности фондовых индексов и премий за риск⁷. В период мирового финансового кризиса шоки волатильности привели к взаимному заражению на рынках США, Европы и Японии. Особенно сильно заражение проявилось после краха Lehman Brothers – японские рынки стали более чувствительными к рискам волатильности, передающимся в разные сектора экономики. Это же было подтверждено и в другой работе [Naifar 2011], где в качестве измерения восприимчивости к заражению были выбраны индексы кредитных дефолтных свопов (Credit Default Swap – CDS). С помощью эконометрической модели было показано, что в периоды кризиса японские индексы CDS ведут себя как индикатор более высокого риска и становятся очень чувствительными к условиям фондового рынка и макроэкономическим переменным.

При выявлении заражения важно уметь отделять усиление взаимозависимости, которое практически всегда наблюдается во время локальных и тем более глобальных кризисов, от фундаментального изменения связей, которое как раз и свидетельствует о заражении. Более того, поскольку развитие экономики очень сильно интегрировано в глобальном масштабе, многие макроэкономические и финансовые индикаторы разных стран сильно коррелируют друг с другом в непрерывном режиме. В частности, это касается доходности акций и иных финансовых активов, котирующихся на рынках США и азиатских стран. Японский индекс Nikkei 225, например, демонстрировал тесную связь с американским S&P 500 как до мирового финансового кризиса 2007–2009 гг., так и во время этого кризиса. Поэтому даже сложные модели не всегда могут обнаружить значимые скачки корреляций. Так, вторичные эффекты волатильности на японском рынке оказались одинаковыми и в кризисный, и в не кризисный периоды, что означало отсутствие заражения [Morales, Andreosso-O'Callaghan 2012].

Следует отметить, что не только финансовые рынки Японии демонстрируют восприимчивость к заражению. Например, рынки недвижимости могут стать его «мишенью», но реакция на заражение со стороны этих рынков не такая быстрая, как со стороны банковского сектора, акций или деривативов. Некоторые работы вообще не выявили эффектов заражения в периоды серьезных потрясений. В частности, в [Hatemi, Roca 2011] не обнаружено признаков передачи шоков на японский рынок недвижимости вследствие распространения по всему миру ипотечного кризиса в США. Однако такие признаки были обнаружены во время более ранних азиатских кризисов 1997–1998 гг. Япония тогда выступила одним из основных реципиентов заражения, причем большая часть повышенной волатильности цен на недвижимость была обусловлена шоками, идущими из Гонконга [Bond, Dungey, Fry 2006].

Есть также свидетельства заражения и в других секторах экономики Японии. В период мирового финансового кризиса было зафиксировано внутриотраслевое заражение в таких видах деятельности, как производство сырья, промышленность, потребительские товары и информационные технологии [Baur 2012]. Причем интересно сопоставить его масштабы с другими странами. В таблице 2 показаны результаты эмпирических оценок в отношении 4 типов заражения в страновом разрезе. Нефинансовый сегмент представлен в двух последних столбцах с обозначением конкретных секторов – реципиентов заражения. Из таблицы видно,

⁶ Trade and the Global Recession. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16666/w16666.pdf (дата обращения: 15.12.2022).

⁷ Trade and the Global Recession. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16666/w16666.pdf (дата обращения: 15.12.2022).

что все страны в большей или меньшей степени испытали заражение. Япония на общемировом фоне выглядит резилиентной (шоко- или стрессоустойчивой) страной к глобальному заражению как финансового, так и нефинансового секторов. Что касается реальных секторов экономики, заражение которых происходило по внутренним каналам, то здесь Япония оказалась более уязвимой, чем, например, США, Германия, Австралия.

Таблица 2. Заражение финансовых и нефинансовых рынков Японии и других стран в период мирового финансового кризиса 2007–2009 гг.

Страна	Тип и канал заражения			
	I	II	III	IV
Япония	Да	Нет	Нет	Да (Б, В, Г, И)
Австралия	Да	Да	Да (А, Б, В, З)	Да (И)
Бразилия	Нет	Да	Нет	Да (А, Б, В, Е)
Германия	Нет	Да	Да (В, Г, З)	Нет
Индия	Да	Да	Нет	Да (А, Б, В, З)
Канада	Да	Да	Да (Б)	Да (Ж)
Китай	Да	Да	Нет	Да (А, Б, В, Г, Е, Ж, З)
Норвегия	Да	Да	Да (Б, Е, З)	Да (Г, Д, Е)
Россия	Да	Да	Да (Г)	Да (А, Б, В, Д, Е, З)
США	Нет	Да	Да (А, Б, В, Г, Д, Ж, З, И)	Нет
ЮАР	Да	Нет	Да (А, Б, В, Ж, З)	Да (А)

Составлено по: [Baur 2012].

Обозначения: I – совокупное заражение фондового рынка (мировой портфель акций → акции страны), II – заражение финансового сектора (мировой портфель акций финансового сектора → акции финансового сектора страны), III – глобальное заражение реальной экономики (мировой портфель акций финансового сектора → акции нефинансового сектора страны), IV – внутреннее заражение реальной экономики (портфель акций финансового сектора страны → акции нефинансового сектора страны).

А – нефть и газ, Б – производство сырья, В – промышленность, Г – потребительские товары, Д – здравоохранение, Е – сфера услуг, Ж – связь, З – энергетика, И – информационные технологии.

Следует отметить, что обнаружение заражения требует незамедлительного вмешательства правительства с целью недопущения его дальнейшего распространения и возникновения «цепных реакций», когда получатель становится передатчиком шоков, и добавляются все новые трансмиссионные каналы. И здесь важно обратить внимание на уникальную ситуацию в Японии – если в период мирового кризиса большинство стран спасало свои финансовые рынки, то японское правительство сконцентрировало усилия на поддержке промышленного производства. Действительно, только первый пакет правительственной помощи составил в 2009 г. около 14 млрд иен, направленных на финансирование промышленности, инноваций, инфраструктуры и т. п. В то же время помощи финансовому сектору оказано не было. Японская корпорация по страхованию вкладов (Deposit Insurance Corporation of Japan – DICJ) не выделила ни одной иены на эти цели, хотя в период финансового кризиса 1997–1999 гг. объемы помощи DICJ в разных формах составили 6 млрд иен [Miyakoshi et al 2014].

С позиции теории и практики финансового заражения такая политика вполне объяснима. Дело в том, что правительственные меры поддержки производства оправданны в том случае, когда источником заражения на внутреннем рынке выступает не финансовая отрасль, а реальный сектор. Именно это и наблюдалось в японской экономике тех лет. Основные риски передавались из других стран по торговому каналу, поскольку крупнейшие компании (Toyota, Honda и Nissan) испытывали трудности с производством и экспортом. Было установлено, что негативный экзогенный эффект влияния иностранных компаний на японскую промышленность четко проявился в премиях за риск для пятилетних облигаций [Miyakoshi et al 2014]. Кроме того, негативное эндогенное воздействие существовало по направлению «реальный сектор → финансовый сектор», но не наоборот. Проще говоря, в Японии заражение передавалось от иностранных отраслей к отечественной промышленности, а оттуда на национальные финансовые рынки. Этим и объясняется крупномасштабная финансовая помощь реальному сектору как отправной точке притока рисков в Японию.

Импульсом, запускающим процессы заражения на разных рынках, не обязательно должно быть какое-то негативное экономическое событие. Шок может иметь неэкономическую природу, но затем распространиться по финансовым, торговым и иным каналам в самые разные части экономической системы. Это в полной мере подтвердилось в период кризиса, вызванного COVID-19. В условиях пандемии актуальным становится географический фактор. Территориальная близость или удаленность той или иной страны от Китая может влиять на характер и механизмы передачи заражения не только в медицинском, но и в экономическом аспекте. В этом смысле соседство Японии и Китая трактуется двояко. С одной стороны, есть свидетельства того, что эффект пространственного финансового заражения в период пандемии сильнее проявился между Китаем и географически удаленными странами [Zorgati, Garfatta 2021]. Япония в их число не входит, поэтому она должна быть менее уязвима к пандемическому шоку. Кроме того, многие азиатские страны, включая и Японию, оперативно отреагировали на вспышку COVID-19, ввели ограничительные меры, что сказалось на интенсивности заражения как в медицинском, так и экономическом смысле. Эконометрические модели, оценивающие масштабы, направленность и интенсивность передачи заражения, показали, что азиатский регион меньше всех пострадал от финансового заражения (самой уязвимой страной оказались США, за которой следуют Бразилия, Мексика и Аргентина) [Benkraiem et al 2022].

С другой стороны, результаты отдельных исследований говорят о росте под влиянием COVID-19 корреляций между макроэкономическими индикаторами внутри Японии, а также об усилении их совместного движения с индикаторами других стран, что трактуется как проявление финансового заражения. Например, с использованием высокочастотных данных подтвердилась гипотеза о скачкообразном заражении (jump contagion) японского фондового рынка и ряда других азиатских рынков (Гонконга, Южной Кореи, Сингапура и др.) [Zhang et al 2022]. Авторы обнаружили высокую интенсивность таких скачков, нелинейность их динамики, а также большой вклад в рост волатильности финансовых индикаторов.

Япония в период пандемического кризиса рассматривалась не только как реципиент заражения, но и как его источник. В частности, изучалось распространение заражения по линии «Япония → Азиатский регион» и «Япония → Африка и Ближний Восток». В первом случае (рассчитывались попарные динамические корреляции с такими странами, как Индия, Китай, Тайвань и Таиланд) не было выявлено ни одного факта заражения, во втором (расчеты велись в связках с Египтом, ЮАР, Саудовской Аравией и ОАЭ) – выявлен один факт (Япония вызвала эффект заражения только в ОАЭ) [Siddiqui et al 2022]. В целом это свидетельствует о минимальной роли Японии как трансмиттера заражения в отношении развивающихся рынков. Однако в отношении развитых экономик наблюдалась иная

ситуация. Япония вместе с Китаем оказались так называемыми чистыми передатчиками побочных эффектов (*net transmitters of spillovers*), поскольку передали другим странам больше таких эффектов, чем получили [Akhtaruzzaman, Boubaker, Sensoy 2021]. Математические модели не только подтвердили существование финансового заражения между Китаем и Японией, с одной стороны, и рядом стран с развитой экономикой, с другой стороны, но и показали, что степень заражения намного выше для финансовых компаний по сравнению с нефинансовыми компаниями.

Оценка финансового заражения в Японии в период COVID-19: страновой и межотраслевой аспект

В практической части нашей работы мы продемонстрируем результаты собственного исследования, проведенного с целью получения оценок масштабов и направленности заражения в японской экономике в период пандемии. С помощью методов количественного анализа мы проверяем две гипотезы, отражающие страновой и межотраслевой срез проблемы:

1. Япония являлась источником и реципиентом заражения, т. е. страна шоки от пандемии приняла от Китая и передавала другим странам.

2. В Японии существовали межсекторальные эффекты заражения, т. е. внутри национальной экономики шоки от пандемии распространялись между отраслями.

Для того чтобы подтвердить или опровергнуть данные гипотезы использовалась обширная статистическая база. Предполагалось, что заражение распространяется по каналам рынка ценных бумаг, поэтому собирались ежедневные данные по фондовым индексам. Для проверки первой гипотезы рассматривалась динамика основного индекса Японии (Nikkei 225) и аналогичных индексов других стран. Мы решили обеспечить определенную «преемственность» эмпирической части данной статьи с предыдущей частью. Поэтому в выборку включили фондовые индексы тех стран, которые были рассмотрены в таблице 2 (Австралия – S&P/ASX 200, Бразилия – Bovespa, Германия – DAX, Индия – BSE Sensex, Канада – S&P/TSX, Китай – Shanghai, Норвегия – OSE Benchmark, РТС – Россия, США – Dow Jones, ЮАР – South Africa Top 40).

Для проверки второй гипотезы использовались данные по отраслевым индексам Nikkei. Мы выбрали два сектора, которые в прошлые кризисы (особенно в кризис 1990 гг.) демонстрировали неустойчивость (банковский сектор – N500 Banking и недвижимость – N500 Real Estate), а также ряд других отраслей японской экономики, наиболее пострадавших от пандемии. К ним относятся автомобилестроение (N500 Automobiles & Auto parts), морской и воздушный транспорт (N500 Marine Transport и N500 Air Transport), розничная торговля – N500 Retail. Кроме того, в выборку попали традиционно значимые для Японии сектора – электроника и электротехника (N500 Electric Machinery), рыболовство (N500 Fishery), судостроение (N500 Shipbuilding).

Как известно, в периоды кризисов и нестабильности усиливаются колебания макроэкономических показателей. Для оценивания этих колебаний часто определяется их волатильность. В отношении Японии на рисунке 2 показано сопоставление рассчитанных нами волатильностей некоторых фондовых индексов: а. – китайского и японского индексов (страновой срез), б. – японских индексов банковского сектора и секторов воздушного транспорта и рыболовства (отраслевой срез). Использовался широко известный в статистике метод «скользящего», т. е. волатильность (отношение стандартного отклонения фондового индекса к его среднему значению) сначала определялась по данным для десяти первых значений, а затем выборка сдвигалась на одну дату вперед и процедура повторялась.

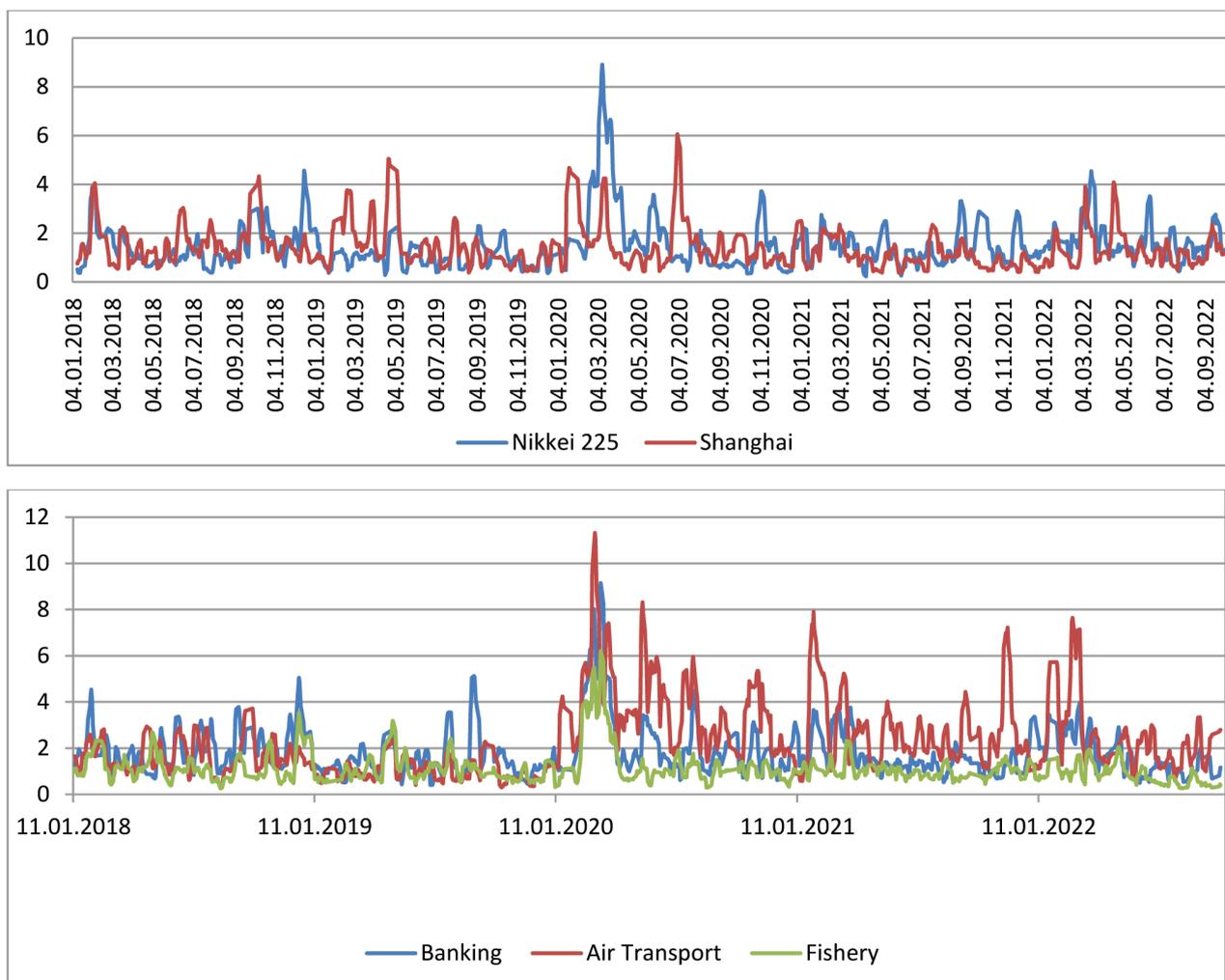


Рис. 2. Волатильность страновых и отраслевых фондовых индексов в допандемический и пандемический период, %.

Рассчитано по: World and Sector Indices. <https://www.investing.com/indices/world-indices> (дата обращения: 15.12.2022).

Из рисунка видно, что в самом начале пандемии произошел всплеск волатильности фондовых индексов Японии, причем реакция на шок из Китая наступила с лагом примерно в два месяца. Это само по себе позволяет заподозрить заражение по линии «Китай → Япония», которое затем распространилось по секторам японской экономики.

Для того чтобы обоснованно подтвердить это заражение (или, наоборот, опровергнуть) необходимо использовать инструментальный анализ. В практике выявления финансового заражения используется большое количество методов разной степени сложности – от оценок на основе стандартной дескриптивной статистики до квантильных регрессий и функций копул. Мы будем применять методы продвинутого корреляционного анализа. Для этого разобьем нашу выборку на два периода – докризисный и кризисный (в качестве разделителя будем использовать дату официального объявления пандемии, т. е. 11 марта 2020 г.). Наличие заражения будем определять с помощью двух специальных тестов:

1. Тест Форбс-Ригобона (Forbes-Rigobon test, *FR*-тест) – самый распространенный подход к оценкам финансового заражения, основанный на сопоставлении корреляций между экономическими показателями (в нашем случае – между фондовыми индексами)

в докризисный и кризисный периоды⁸. В этом подходе расчеты осуществляются с поправкой на гетероскедастичность. Дело в том, что в кризисный период всегда наблюдается рост волатильности (мы это для Японии показали на рис. 2), и использование стандартных коэффициентов корреляции может приводить к смещенности оценок. Чтобы этого избежать, в данном тесте используются скорректированные коэффициенты.

2. Тест на ко-волатильность (co-volatility test, *CV*-тест) – реже встречающийся подход, основанный на измерении экстремальной зависимости, которая отражает зависимость между экстремальным событием на одном рынке и схожим событием на другом рынке. Идея теста состоит в том, чтобы определить, наблюдается ли значительное увеличение совместной волатильности в кризисном периоде по сравнению с докризисным периодом.

Не приводя формального (математического) описания тестов, отметим лишь, что при финансовом заражении тестовая статистика должна показать существенное усиление взаимосвязей в период пандемии по сравнению со «спокойным» периодом. В нашем случае речь идет о взаимосвязях между Японией и другими странами, либо между секторами японской экономики. Если этого не происходит, то можно говорить лишь о совместном движении показателей, которое нельзя считать финансовым заражением.

В таблицах 3 и 4 показаны результаты проведенных тестов в отношении страновых и отраслевых эффектов заражения в Японии, распространившегося по каналам фондового рынка в период пандемии COVID-19. Мы сознательно не стали показывать численные значения результатов тестов, а ограничились лишь фиксацией факта наличия или отсутствия заражения. При этом страновой разрез заражения представлен в одном направлении, т. е. по линии «Китай → Япония» и «Япония → другие страны», а отраслевой – в обоих, т. е. каждый сектор одновременно рассматривался и как возможный источник, и как возможный реципиент заражения. В таблице 4 в каждой ячейке расположены два знака: первый соответствует *FR*-тесту, второй – *CV*-тесту. В качестве примера для связки «I – IV» стрелками и овалами показана двухсторонняя направленность возможного заражения. Знаки в ячейках означают, что оба теста подтвердили заражение от банковского сектора (I) к сектору морского транспорта (IV) и лишь один тест (тест на ко-волатильность) подтвердил заражение в обратном направлении.

Таблица 3. Результаты тестовых оценок на наличие (+) или отсутствие (–) странового заражения

Страна – реципиент заражения	Страна – источник заражения	
	<i>FR</i> -тест	<i>CV</i> -тест
	Китай	
Япония	+	+
	Япония	
Австралия	–	–
Бразилия	–	–
Германия	–	–
Индия	–	+
Канада	+	–

⁸ Впервые он был применен в работе [Forbes, Rigobon 2002] – одной из самых цитируемых статей в мире по проблематике заражения. В контексте нашей статьи интересно отметить, что с помощью этого теста авторы оценивали страновые эффекты заражения в периоды трех кризисов (краха на фондовых рынках США в 1987 г., латиноамериканского кризиса в 1994 г. и азиатского кризиса в 1997 г.) и ни разу не обнаружили передачу заражения в Японию.

Норвегия	–	–
Россия	–	+
США	+	+
ЮАР	–	–

Таблица 4. Результаты тестовых оценок на наличие (+) или отсутствие (–) межотраслевого заражения

Отрасль – источник и реципиент заражения								
I	--+	++	-+	+	++	+-	++	++
++	II	-+	-+	-+	++	+-	++	+-
++	++	III	++	-+	-+	+-	-+	++
++	+-	+-	IV	-+	++	-+	++	-+
-+	+-	--	--	V	++	+-	-+	--
++	++	++	+-	++	VI	++	++	+-
-+	+-	--	++	-+	++	VII	++	+-
++	--	+-	-+	--	+-	--	VIII	--
++	-+	--	--	+-	+-	-+	--	IX

Обозначения: I – банковский сектор, II – недвижимость, III – автомобилестроение, IV – морской транспорт, V – воздушный транспорт, VI – розничная торговля, VII – электроника и электротехника, VIII – рыболовство, IX – судостроение.

Анализ результатов, представленных в таблице 3, позволяет сделать вывод о частичном подтверждении первой гипотезы о страновом заражении. Япония оказалась реципиентом финансового заражения, пришедшего со стороны Китая, но слабо передавала его другим странам из нашей выборки (зафиксирован лишь один случай, когда обе тестовые статистики дали положительный результат). Китай является главным торговым партнером Японии, на его долю приходится почти четверть всего экспорта и импорта Японии. Основной шок, связанный с резким спадом в поставках (особенно в импорте) в 2020 г., был обусловлен тесными торговыми связями этих стран [Демина, Мазитова 2021]. Этот шок продемонстрировал уязвимость японской экономики в краткосрочном плане, однако благодаря пакетам антикризисных мер и курсу на поддержку отечественных производителей негативный тренд удалось переломить. Малое число положительных тестов на заражение по линии «Япония → другие страны» можно объяснить географической удаленностью этих стран и незначительными экономическими связями (в частности, ни одна из них не входит в АСЕАН).

Что касается межотраслевого заражения (табл. 4), то гипотеза о таком заражении подтвердилась в большинстве случаев (из 144 тестов факт заражения зафиксировали 88 тестов, что составляет 66,1%), хотя результаты неоднозначны. Это позволяет сделать вывод, что в период пандемии существенно изменилось влияние одной отрасли на другую, но это изменение наблюдается не повсеместно, а выборочно. Например, банковская сфера продемонстрировала меньшую устойчивость к заражению, чем, например, рыболовство и судостроение. При этом финансовые посредники выступили передатчиками заражения в эти и другие отрасли. Косвенно большую заражаемость банковского сектора подтверждает возобновившееся в период пандемии обсуждение старой проблемы «зомби-кредитования»

в новом ракурсе – предоставления как меры государственной поддержки в период COVID-19 субсидий и льготных кредитов компаниям с низкими кредитными рейтингами, демонстрировавшими до начала пандемии невысокую эффективность деятельности [Hoshi, Kawaguchi, Ueda 2022]. Возможно, что это негативно повлияло на взаимодействие банков и реального сектора и привело к финансовому заражению.

Неожиданным стал результат, показавший слабую восприимчивость к заражению со стороны транспортного сектора. Казалось бы, пассажирские перевозки, будучи неотъемлемой частью туристского сегмента экономики, должны были показать высокую степень заражаемости. Туризм во всем мире, включая и Японию⁹, испытал наибольшую тяжесть от пандемии. Однако в Японии туристский сегмент экономики был активно поддержан правительством. Эффективно сработала программа Go-To Travel, направленная на стимулирование спроса на внутренний туризм и предполагавшая разные меры поддержки, в том числе скидки на транспортные расходы¹⁰. Кроме того, была оказана помощь в виде субсидий работодателям, отправлявшим в вынужденный отпуск своих работников, а также в виде беспроцентных и необеспеченных кредитов. Эффективность была подтверждена рядом исследований (см., например, [Matsuura, Saito 2022]) и реальными цифрами – во время проведения программы туристская активность увеличилась до 20–30 млн чел., а общий спад туристского потока хотя и не удалось преодолеть, но все же снижение составило 25–30%. На наш взгляд, оперативная и масштабная помощь туризму со стороны государства не позволила распространиться заражению в секторе пассажирских перевозок.

Обращает на себя внимание большое число зафиксированных случаев заражения в сегменте розничной торговли, которая выступила одновременно и получателем, и передатчиком заражения. Это можно объяснить неустойчивостью структуры потребительского поведения японцев. По мнению, изложенному в [Тимонина, 2022], «потерянное десятилетие» привело к изменениям в потребительском поведении, ставшими очевидными в период мирового финансового кризиса и усилившимися в пандемию. Колебания темпов роста денежных доходов японцев, рост тревожности и беспокойства, изменения в привычках, появление новых потребителей (так называемые поколения Y и Z) и другие факторы вынудили ритейл менять свои стратегии и организационные формы бизнеса. Очевидно, что не всем компаниям удалось это сделать, многие из них оказались убыточными, некоторые даже обанкротились. COVID-19 же стал дополнительным стрессом для торговли – каким-то участникам рынка удалось адаптироваться¹¹, но многие не смогли противостоять пандемическому шоку. В частности, по состоянию на 16 сентября 2020 г., т. е. спустя полгода после начала пандемии, в таком сегменте ритейла как розничная торговля одеждой было выявлено 44 случая банкротств. Этот сегмент оказался на третьем месте в рейтинге сфер, наиболее пострадавших от пандемии (первые два места заняли общественное питание и гостиницы) [Kanno 2021]. Поэтому в целом торговля оказалась восприимчивой к пандемическому шоку и последовавшему за ним заражению.

Таким образом, применение методов выявления финансового заражения в отношении Японии показало, что эта страна оказалась уязвимой к пандемическому шоку. Однако заразившись, японская экономика продемонстрировала неравномерность передачи потрясений по внутренним каналам – одни сектора оказались активными получателями и передатчиками заражения, другие же показывали среднюю или высокую устойчивость к кризису.

⁹ Спад туристского потока в Японию в 2020 г. составил 85,1%. По итогам второго квартала он упал даже на 99,9%, т. е. туризм полностью остановился. UNWTO World Tourism Barometer, p. 17. <https://www.e-unwto.org/doi/epdf/10.18111/wtobarometereng.2020.18.1.7?role=tab> (дата обращения: 15.12.2022).

¹⁰ Кампания проводилась с 22 июля по 28 декабря 2020 г. с общим бюджетом в 1,35 трлн иен (12,8 млрд долл.).

¹¹ Например, крупнейший азиатский ритейлер AEON активизировал свою деятельность в сфере онлайн продаж и доставки продуктов питания.

Заключение

Сформулируем основные выводы. Япония в новейшей истории прошла через три финансовых кризиса. Основной из них (единственный, который указан в актуальных базах данных по банковским, валютным и долговым кризисам) пришелся на конец 1990-х гг. Он стал одной из иллюстраций «потерянного десятилетия» японской экономики и проявился в серии банкротств и реорганизаций банков, вызванных повсеместной практикой кредитования неплатежеспособных компаний (проблема «зомби-кредитования»). При этом на фоне других азиатских кризисов, распространившихся в эти годы, Япония показала лучшую устойчивость благодаря последовательным и эффективным мерам правительства и монетарных властей.

Мировой финансовый кризис 2007–2009 гг. негативно сказался на Японии, хотя формально, используя критерии идентификации локальных кризисов, в этой стране в данный период кризиса не было, а наблюдались лишь побочные эффекты. Ключевое влияние глобальный шок оказал на торговлю Японии с другими странами – глубина спада как по экспорту, так и по импорту значительно превышала общий спад ВВП (например, пиковое значение спада по экспорту составило более 50%, тогда как падение ВВП не превысило 5%).

Япония, как и многие другие страны, испытывает влияние эффектов финансового заражения – процессов передачи шоков из одной страны в другую, при которых нарушаются фундаментальные связи и экономика теряет свою устойчивость. Анализ публикаций по данной проблематике позволил сделать вывод, что Япония восприимчива к заражению, передающемуся по разным каналам. При этом особенность японской ситуации заключается в том, что ключевым каналом заражения выступают торговые связи, а не финансовые. Это обстоятельство позволяет правительству оптимальным образом выстраивать свою антикризисную политику. В частности, нами в работе отмечена интересная ситуация, наблюдавшаяся в период мирового финансового кризиса, когда многие страны в первую очередь оказывали помощь финансовым рынкам, а Япония – реальному сектору. Такая политика в полной мере вписывается в теорию и практику противодействия финансовому заражению. В период кризиса шоки передавались сначала в японскую промышленность от иностранных компаний через торговые связи, а лишь затем на финансовые рынки. Это обстоятельство стало основанием для того, чтобы правительство начало оказывать поддержку именно реальному сектору как источнику межотраслевого заражения.

В статье затронут актуальный аспект, связанный с распространением заражения в период пандемического кризиса. Во многих исследованиях, посвященных COVID-19, Япония рассматривалась и как источник, и как реципиент заражения. Мы в эмпирической части своей работы также решили проверить роль Японии в этом заражении. Были сформулированы гипотезы о наличии страновых и межотраслевых эффектов заражения. Для их подтверждения использовался большой массив данных по рынку ценных бумаг – была собрана информация по динамике индекса Nikkei 225 и аналогичных индексов других стран, а также по ряду японских отраслевых индексов. Инструментом выявления заражения стали методы неклассического корреляционного анализа (рассчитывалась статистика по двум тестам на заражение). Результаты показали, что Япония оказалась реципиентом финансового заражения, пришедшего от Китая, но слабо передавала его другим странам. Межотраслевое заражение внутри японской экономики происходило более активно, поскольку положительные тесты подтвердились в 66,1% случаев. При этом нами установлена неравномерность передачи шоков между секторами, которая обусловлена разными причинами. Например, слабая восприимчивость к заражению сектора пассажирских перевозок может быть объяснена своевременной и масштабной поддержкой со стороны японского правительства туристского

сегмента экономики (в частности, эффективной реализацией программы Go-To Travel). Наоборот, высокая степень заражаемости сегмента розничной торговли может быть связана со структурными сдвигами в поведении потребителей и бизнеса, которые в пандемию испытали негативный шок и не смогли быстро адаптироваться.

Общий вывод по исследованию – Япония в последние годы демонстрирует устойчивость к финансовым кризисам, но восприимчивость к финансовому заражению. Основной канал уязвимости перед внешними шоками связан не с финансами, а с международной торговлей, однако правительственная политика не позволяет заражению распространяться повсеместно, а локализует его на отдельных рынках.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

- Демина Я.В., Мазитова М.Г. Пандемия COVID-19 и ее влияние на экономику Японии // Японские исследования. 2021. №3. С. 57–75. <https://doi.org/10.24412/2500-2872-2021-3-57-75>
- Лебедева И.П. 2007. Япония: промышленность и предпринимательство (вторая половина XX – начало XXI в.). Москва: Восточная литература.
- Леонтьева Е.Л. Дефляционный кризис в Японии // Экономический журнал ВШЭ. 2006. №3. С. 353–401.
- Рустамов Э. Финансовые кризисы: источники, проявления, последствия // Вопросы экономики. 2012. №4. С. 46–66. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2012-4-46-66>
- Тимонина И.Л. Социально-экономические факторы изменения потребительского поведения и стратегии торговых компаний Японии // Японские исследования. 2022. №2. С. 48–66. <https://doi.org/10.55105/2500-2872-2022-2-48-66>

REFERENCES

- Dyomina, Y.V., & Mazitova, M.G. (2021). Pandemiya COVID-19 i ee vliyanie na ekonomiku Yaponii [The COVID-19 Pandemic and its Impact on the Japanese Economy]. *Yaponskie Issledovaniya [Japanese Studies in Russia]*, 3, 57–75. (In Russian). <https://doi.org/10.24412/2500-2872-2021-3-57-75>
- Lebedeva, I.P. (2007). *Yaponiya: promyshlennost' i predprinimatel'stvo (vtoraya polovina XX – nachalo XXI v.)* [Japan: Industry and Entrepreneurship (Second Half of the 20th – Beginning of the 21st Centuries)]. Moscow: Vostochnaya literatura. (In Russian).
- Leontyeva, E.L. (2006). Deflyatsionnyi krizis v Yaponii [The Deflationary Crisis in Japan]. *Ekonomicheskij zhurnal VShE [HSE Economic Journal]*, 3, 353–401. (In Russian).
- Rustamov, E. (2012). Finansovye krizisy: istochniki, proyavleniya, posledstviya [Financial Crises: Sources, Manifestations, Consequences]. *Voprosy ekonomiki*, 4, 46–66. (In Russian). <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2012-4-46-66>
- Timonina, I.L. (2022). Social'no-ekonomicheskie faktory izmeneniya potrebitel'skogo povedeniya i strategii torgovyh kompanii Yaponii [Socio-Economic Factors of Changes in Consumer Behavior and Strategies of Trading Companies in Japan]. *Yaponskie Issledovaniya [Japanese Studies in Russia]*, 2, 48–66. (In Russian). <https://doi.org/10.55105/2500-2872-2022-2-48-66>

* * *

- Akhtaruzzaman, M., Boubaker, S., & Sensoy, A. (2021). Financial Contagion During COVID–19 Crisis. *Finance Research Letters*, 38, 101604. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101604>
- Baur, D.G. (2012). Financial Contagion and the Real Economy. *Journal of Banking & Finance*, 36(10), 2680–2692 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.05.019>

- Bayoumi, T. (2001). The Morning After: Explaining the Slowdown in Japanese Growth in the 1990s. *Journal of International Economics*, 53(2), 241–259. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(00\)00075-1](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(00)00075-1)
- Benkraiem, R., Garfatta, R., Lakhali, F., & Zorgati, I. (2022). Financial Contagion Intensity during the COVID–19 Outbreak: A Copula Approach. *International Review of Financial Analysis*, 81, 102136. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102136>
- Bond, S.A., Dungey, M., & Fry, R. (2006). A Web of Shocks: Crises Across Asian Real Estate Markets. *Journal of Real Estate Financial Economics*, 32, 253–274. <https://doi.org/10.1007/s11146-006-6800-0>
- Caballero, R.J., Hoshi, T., & Kashyap A.K. (2008). Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98(5), 1943–1977. <https://doi.org/10.1257/aer.98.5.1943>
- Eichengreen, B., Rose A.K., Wyplosz, C., Dumas, B., & Weber A. (1995). Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. *Economic Policy*, 10(21), 249–312. <https://doi.org/10.2307/1344591>
- Forbes, K., & Rigobon, R. (2002). No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements. *Journal of Finance*, 57(5), 2223–2261. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00494>
- Hatemi, J.A., & Roca, E. (2011). How Globally Contagious Was the Recent US Real Estate Market Crisis? Evidence Based on a New Contagion Test. *Economic Modelling*, 28(6), 2560–2565. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2011.07.017>
- Hayashi, F., & Prescott, E.C. (2002). The 1990s in Japan: The Lost Decade. *Review of Economic Dynamics*, 5(1), 206–235. <https://doi.org/10.1006/redy.2001.0149>
- Hirakata, N., Sudoa, N., Takeia, I., & Uedab, K. (2016). Japan’s Financial Crises and Lost Decades. *Japan and the World Economy*, 40, 31–46. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2016.07.003>
- Hoshi, T., Kawaguchi, D., & Ueda, K. (2022). Zombies, Again? The Covid-19 Business Support Programs in Japan. *Journal of Banking & Finance*, 106421. In Press. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106421>
- Hosono, K., Takizawa, M., & Tsuru, K. (2016). International Transmission of the 2007–2009 Financial Crisis: Evidence from Japan. *The Japanese Economic Review*, 67, 295–328. <https://doi.org/10.1111/jere.12092>
- Kaminsky, G.L., & Reinhart, C.M. (2000). On crises, contagion, and confusion. *Journal of International Economics*, 51(1), 145–168. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(99\)00040-9](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(99)00040-9)
- Kanno, M. (2021). Assessing the Impact of COVID–19 on Major Industries in Japan: A Dynamic Conditional Correlation Approach. *Research in International Business and Finance*, 58, 101488. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101488>
- Krugman, P. (1998). Its Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 137–205.
- Matsuura, T., & Saito, H. (2022). The COVID-19 Pandemic and Domestic Travel Subsidies. *Annals of Tourism Research*, 92, 103326.
- Miyakoshi, T., Takahashi, T., Shimada, J., & Tsukuda, Y. (2014). The Dynamic Contagion of the Global Financial Crisis into Japanese Markets. *Japan and the World Economy*, 31, 47–53. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2014.05.003>
- Morales, L., & Andreosso-O’Callaghan, B. (2012). The Current Global Financial Crisis: Do Asian Stock Markets Show Contagion or Interdependence Effects? *Journal of Asian Economics*, 23, 616–626. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2012.09.002>
- Naifar, N. (2011). What Explains Default Risk Premium During the Financial Crisis? Evidence from Japan. *Journal of Economics and Business*, 63, 412–430. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2010.09.003>
- Nguyen, T.C., Castro V., & Wood J. (2022). A New Comprehensive Database of Financial Crises: Identification, Frequency, and Duration. *Economic Modelling*, 108, 105770. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.105770>
- Posen, A. (1998). *Restoring Japan’s Economic Growth*. Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Shimizu, Y. (2019). Monetary Easing Policy and Stable Growth: A Theoretic Approach. *International Journal of Economic Policy Studies*, 13, 359–382. <https://doi.org/10.1007/s42495-019-00020-2>

- Siddiqui, T.A., Khan, M.F., Naushad, M., & Syed, A.M. (2022). Cross-Market Correlations and Financial Contagion From Developed to Emerging Economies: A Case of COVID–19 Pandemic. *Economies*, 10, 147. <https://doi.org/10.3390/economies10060147>
- Zhang, Y., Zhou, L., Chen, Y., & Liu, F. (2022). The Contagion Effect of Jump Risk Across Asian Stock Markets During the Covid–19 Pandemic. *The North American Journal of Economics and Finance*, 61, 101688 <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101688>
- Zorgati, I., & Garfatta, R. (2021). Spatial Financial Contagion during the COVID–19 Outbreak: Local Correlation Approach. *The Journal of Economic Asymmetries*, 24, e00223. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2021.e00223>

Поступила в редакцию: 15.12.2022

Received: 15 December 2022

Принята к публикации: 13.02.2023

Accepted: 13 February 2023