

Kryzys systemu bankowego i finansowego w Japonii – drogi wyjścia

Jolanta Młodawska

Charakterystyka kryzysu gospodarczego w latach dziewięćdziesiątych

Załamanie się gospodarki japońskiej w 1998 r. (spadek PKB o 2,8%) i trwająca już prawie dziesięć lat recesja, która po nim nastąpiła, doprowadziły do zrewidowania poglądów na wiele odnośnych kwestii. W odróżnieniu od innych krajów również dotkniętych poważnymi kłopotami (tzw. kryzys pierwszej generacji z drugiej połowy lat 80.), gdzie krachowi walutowemu towarzyszyło niewielkie tempo wzrostu gospodarczego, poważny deficyt budżetowy, narastające zadłużenie zewnętrzne i wysoka inflacja¹, w Japonii nic nie zapowiadało niebezpieczeństwa. Czujność uspiły też oceny światowej sławy ekonomistów, którzy do końca lat 80. zgodnie

uznawali japoński model za gospodarczo efektywny, chociaż fakt, że powojenny awans ekonomiczno-cywilizacyjny tego kraju przebiegał z ewidentnym udziałem państwa, stanowił nie lada wyzwanie dla teorii ekonomii i jej liberalnego modelu, promowanego przez Bank Światowy.

Z problemem tym próbowano się uporać i już w 1991 r. grupa ekspertów Banku Światowego, pod przewodnictwem tamtejszego głównego ekonomisty Lawrence'a Summersa opublikowała dokument pt. *The Challenge of Development*². Dokonała w nim analizy przeszło czterdziestoletniego doświadczenia azjatyckich krajów sukcesu i sformułowała wskazówki, ułatwiające przyjęcie podobnej strategii przez gospodarki rozwijające się. Fundamentem raportu było pojęcie interwencji przyjaznej rynkowi (*market-friendly intervention*), polegającej na prowadzeniu stabilnej poli-

¹ Por. W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żurawska: *Kryzysy walutowe*. Warszawa 2001 PWN oraz K. Lutkowski: *Mechanizm kryzysów walutowych w świetle ostatnich zakłóceń na międzynarodowych rynkach finansowych*. „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej SGH” nr 6/1999.

² Patrz World Bank (1991).

tyki makroekonomicznej, głównie poprzez utrzymywanie niskiej stopy inflacji oraz unikanie niekorzystnych skutków wahań rynkowych. Względna stałość warunków makroekonomicznych wraz ze stosunkowo wysokim poziomem wykształcenia społeczeństwa japońskiego, dość egalitarnym podziałem dochodów i majątku (w myśl zasady, że wszyscy bogacą się w wyniku przyspieszonego wzrostu gospodarczego), a także szczególne kompetencje centralnej administracji rządowej sprzyjały długoterminowym decyzjom inwestycyjnym sektora prywatnego, realizowanym dzięki wysokim oszczędnościom wewnętrznym.

Badając problem zaangażowania państwa w procesy alokacyjne w krajach azjatyckich, analitycy Banku Światowego stanęli przed trudnym zadaniem wyjaśnienia, dlaczego taka działalność nie tylko nie hamuje wzrostu, ale wręcz towarzyszy niekwestionowanym osiągnięciom gospodarczym. W efekcie wskazali oni na trzy przyczyny „nieinwazyjności” państwowego interwencjonizmu. Po pierwsze, następował on w warunkach wysokiej konkurencyjności rynków zagranicznych i rynku wewnętrznego. Po drugie, zainteresowane rządy starały się nie odchylać cen kredytów od ich cen wolnych w sposób zasadniczy. Po trzecie, interwencja miała węższy zasięg niż w innych ją stosujących gospodarkach. W kolejnym dokumencie Banku Światowego: *The State in a Changing World*³, autorzy powiązali powojenny rozwój japońskich przemysłów: stalowego, maszynowego, stocznioowego i górnictwa węgla z aktywnym oddziaływaniem państwa na gospodarkę. Jednocześnie dowodzili jednak, że sukces nie byłby możliwy bez profesjonalnej administracji rządowej i wysokiej stopy oszczędności społecznych. *Notabene* właśnie ten wysoki poziom oszczędności społecznych stał się istotną przeszkodą wyjścia z kryzysu lat 90. (tzw. paradoks oszczędności)⁴.

Prezentowana przez Bank Światowy koncepcja rozwoju nie wytrzymała jednak krytyki na tle pogarszającej się koniunktury. Jeszcze w drugiej połowie lat 80. Japonia cieszyła się dynamicznym wzrostem i prawie zerową inflacją. Wywołało to zwiększone oczekiwania dalszej *prosperity*, co z kolei zaowocowało gwałtownym wzrostem cen aktywów (głównie ziemi, akcji oraz nieruchomości), napędzanym ekspansją kredytową. W tym samym czasie nastąpiło w Japonii przyspieszenie procesu liberalizacji kapitałowej oraz deregulacji sektora finansowego. Państwo zaniechało interwencji w system finansowy, polegających głównie na preferowaniu banków komercyjnych kosztem innych podmiotów tego systemu. Pod koniec lat 80. duże japoń-

skie firmy uzyskały możliwość emitowania obligacji z długim okresem wykupu (do tej pory przysługiwała ona tylko bankom kredytów długoterminowych), nastąpiło również uwolnienie stóp procentowych.

Te najważniejsze zmiany w systemie finansowym obniżyły koszt pożyczek i spowodowały wzmogoną presję konkurencyjną na działalność banków. Obawiając się utraty wpływów, zaczęły się one angażować w ryzykowne transakcje: kredyty spekulacyjne w rodzimym sektorze nieruchomości (zabezpieczone z reguły wysoką ceną ziemi) oraz pożyczki dla przeżywających *boom* gospodarczy krajów Azji Południowo-Wschodniej. Często pożyczano pieniądze nie zabezpieczając się przed ryzykiem kursowym, co w przypadku powszechności dewaluacji w wielu krajach – pożyczkobiorcach przyniosło negatywne konsekwencje finansowe. W 1990 r. międzynarodowy fundusz kapitału spekulacyjnego *Tiger* jako fundusz zabezpieczający (*hedge*) zarządzany przez J. Robertsona dorobił się grając na załamaniu japońskiego rynku giełdowego, a przeciętna zyskowność zainwestowanego kapitału wyniosła ponad 100% rocznie. W 2000 r. J. Robertson i G. Soros (właściciel funduszu zabezpieczającego *Quantum*) ogłosili wycofanie się z działalności spekulacyjnej na wielką skalę. Wydaje się jednak wątpliwe, by propozycja kontroli takich form aktywności poparły kraje wysoko rozwinięte, gdyż oznaczałoby to dla nich utrudnienia w lokowaniu ogromnych nadwyżek kapitałowych, szczególnie w odniesieniu do funduszy emerytalnych (Sulmicki 2000)⁵. Z kolei w Japonii okazały się oszczędności lokowane są w pocztowych kasach oszczędnościowych, zarządzanych przez Ministerstwo Poczty i Telekomunikacji. Poczynając od 1953 r. te depozyty wraz ze składkami powszechnych ubezpieczeń emerytalnych (około 245 bln jenów, czyli prawie połowa japońskiego PKB) przekazywano w całości do Ministerstwa Finansów, gdzie wykorzystano je do finansowania programu inwestycji i pożyczek fiskalnych (Fiscal Investment and Loan Program – FILP).

Ceny aktywów finansowych osiągnęły szczyt w 1989 r., a następnie załamały się latem 1990 r. wraz z podniesieniem stopy redyskonta i administracyjnym ograniczeniem funduszy dla podmiotów rynku nieruchomości w celu zahamowania zwyżki cen ziemi⁶. Wzrost gospodarczy uległ zasadniczemu spowolnieniu, a pozycja banków uległa dalszemu osłabieniu wskutek

³ Por. World Bank (1997).

⁴ Jednak np. w przypadku kryzysu meksykańskiego wystąpiła sytuacja akurat odwrotna, wyrażająca się nadmierną konsumpcją. Trudno więc generalizować na temat zjawiska załamania gospodarki w różnych systemach. Por. A. Wojtyła: *Kryzysy finansowe a skuteczność polityki makroekonomicznej*. „Bank i Kredyt” nr 7–8/1999.

⁵ Ten tzw. drugi budżet stanowi główne źródło pokrycia potrzeb finansowych przedsiębiorstw sektora publicznego i państwowych instytucji finansowych. Jest on obecnie poważnie zadłużony i wymaga restrukturyzacji oraz prywatyzacji (Majewski, 2000).

⁶ Należy tu zwrócić uwagę na „obustronne” oddziaływanie takiej operacji. Z jednej strony powoduje ona osłabienie spekulacyjnego popytu, z drugiej zaś utrudnia powrót do stabilizacji sektora bankowego, gdyż pożyczkodawcy przeżywają jeszcze większe problemy związane ze spłatą zobowiązań. Por. A. Wojtyła: *Kryzysy finansowe a skuteczność polityki makroekonomicznej*. „Bank i Kredyt” nr 7–8/1999.

spadku cen akcji przedsiębiorstw (wchodzących w skład kapitału bankowego), a także cen ziemi (będących dodatkowym zabezpieczeniem udzielonego kredytu).

Banki japońskie w warunkach niskiej, charakterystycznej dla nich rentowności, nie dysponując wystarczającymi rezerwami nie były w stanie pokrywać rosnących złych długów ani tym bardziej nabywać nowych funduszy na rynku. Mimo to w latach 1990-1995 władze państwowe nie interweniowały w zdecydowany sposób, licząc na poprawę koniunktury, a przede wszystkim obawiając się paniki i publicznego obnażenia słabości systemu finansowego. Ponadto Japonia nie miała jeszcze wówczas dopracowanego systemu ochrony depozytów, jak również regulacji prawnych na wypadek kryzysu bankowego. Taka postawa rządu „na przeczekanie” tworzyła tzw. pokusę nadużycia, co jeszcze bardziej pogarszało sytuację finansową banków. W wyniku upadku kilku wielkich instytucji finansowych: Hyogo Bank, Nissan Life Insurance Co., Yamachi Securities, Hokkaido International Industrial Bank), depozytorzy, którzy w 1995 r. rozpoczęli masowe wycofywanie wkładów, uczynili to ze wzmoczoną siłą dwa lata później (Kojima, 1999).

Na pochodzenie opisanych zjawisk wskazuje R. Stefanicki (2002) charakteryzując najważniejsze społeczno-polityczne i gospodarcze uwarunkowania przedłużającej się recesji: brak konkurencji zagranicznej, wysokie ceny wewnętrzne, wszechwładzę biurokracji, kumoterskie przydzielanie kontraktów na zamówienia rządowe i związana z tym rolę emerytowanych urzędników – *amakudari*, podejmujących z reguły pracę w firmach, które nadzorowali w czynnym życiu zawodowym. Nie bez znaczenia jest też deficytowość wielu przedsiębiorstw państwowych, korupcja wśród polityków i postawa szerokich warstw społeczeństwa, tolerujących bezużyteczne, wielkie projekty budowlane (tytułowe „zabetonowanie” Japonii), przy braku zagwarantowania koniecznych, podstawowych usług publicznych.

Mimo świadomości występowania wspomnianych dewiacji, dopiero kiedy kilka wymienionych dużych banków i innych instytucji sektora finansowego utraciło możliwość wywiązywania się ze zobowiązań, władze zdecydowały się interweniować, zalecając im zakończenie działalności. W 1998 r. brak płynności stał się takim problemem, że japoński parlament uznał za niezbędne uruchomienie dodatkowych środków publicznych w celu pobudzenia gospodarki. W czerwcu 1998 r. powołano Agencję Nadzoru Finansowego (National Financial Agency), która przejęła od Ministerstwa Finansów funkcje regulacyjne. Utworzono też Komisję Ożywienia Finansów (Financial Revitalization Committee), mającą na celu nadzorowanie procesów restrukturyzacji.

Banki ubiegające się o fundusze publiczne zostały zmuszone do przygotowania planu stabilizacji. Jedno-

cznie parlament podwoił wielkość środków na konsolidację sektora bankowego do wysokości 60 bln jenów (12% PNB), z czego 25 bln miało przypaść na dokapitalizowanie słabych podmiotów systemu finansowego, 18 bln na upaństwowienie lub likwidację i 17 bln jenów na pełne pokrycie depozytów ludności (Kanaya i Woo, 2000). Chociaż bankrutwa banków i zawieszanie ich działalności trwały w całym 1998 r., od tego momentu sytuację można uznać za opanowaną, co nie oznacza, że została uzdrowiona.

W walce z recesją i deflacją wykorzystano politykę fiskalną i pieniężną, skutkiem czego nadwyżka budżetowa, równa 3% PNB w 1991 r., przekształciła się w 8% deficyt w 2000 r. Prawie zerowa stopa redyskonta nie pobudziła gospodarki⁷. Stopa bezrobocia osiągnęła prawie 6% (przy długookresowej, psychologicznej granicy wynoszącej 3%), a zadłużenie w bankach wzrosło do około 1 bln USD. Charakterystycznymi cechami nikłego rozwoju były też: średnie tempo wzrostu PNB wynoszące w latach 90. tylko 0,6% mimo „wpompowania” w gospodarkę 800 mld USD w kolejnych pakietach stabilizacyjnych i dług publiczny sięgający 120% PNB (2000 r.). Jak słusznie pisze J. Grabowiecki (2000, s. 206): „Recesja gospodarcza lat 90., kryzys systemu finansowego, erozja stosunków pracy, starzenie się społeczeństwa, stały się widocznymi oznakami obniżenia sprawności funkcjonowania systemu społeczno-gospodarczego Japonii. Tym samym, u progu XXI wieku ujawniła się potrzeba reform strukturalnych oraz poważnych zmian w prywatnym sektorze przedsiębiorstw przemysłowych i banków”.

Specyficzne cechy japońskiego biznesu

Sposób zarządzania w przedsiębiorstwach japońskich (*corporate governance*) rozpatruje się zwykle w kontekście tzw. modelu japońsko-niemieckiego (zwanego też modelem kapitalizmu pracowniczego) w odróżnieniu od modelu anglo-amerykańskiego (inaczej kapitalizmu tradycyjnego).

W krajach tego pierwszego systemu utrzymuje się dość egalitarny podział dochodu narodowego. Jest to skutek względnie słabej pozycji właścicieli i niewielkich rozpiętości dochodów, z założenia zapewniających wewnątrzgrupową solidarność. Zgodnie z powyższym, na przykład dywidendy, rozumiane jako przychód z posiadanych akcji, są przeciętnie trzy razy niższe w Japonii niż w USA, a przedsiębiorstwa jako główny cel swojej działalności stawiają ekspansję na rynku, a nie zysk. Chodzi bowiem o zapewnienie pełnego zatrudnienia, zasady bardzo ważnej dla dominujących pracowników. Zresztą ten pogląd podzielają wielkie

⁷ Dane statystyczne na podstawie: T. Callen, W. McKibbin: *Policies and Prospects in Japan and the Implications for the Asia - Pacific Region*. "IMF Working Paper" WP/01/131, IMF 2001.

banki. W razie wystąpienia kłopotów gospodarczych, gdy nie ma nadziei na pomyślną restrukturyzację, tzw. bank główny grupy kapitałowej, do której należy dane przedsiębiorstwo (finansujący potrzeby inwestycyjne podmiotów przemysłowych z tej grupy), ma obowiązek „sprzedaży” bankruta na wewnętrznym rynku kapitałowym. Nie ma tu więc mowy o bankructwie w klasycznym tego słowa znaczeniu, z towarzyszącymi mu zwolnieniami, odbieraniem przez wierzycieli choćby części zaległych należności i przenoszeniem akcji do innych firm. Z kolei w krajach kapitalizmu tradycyjnego wskutek nacisku silnych akcjonariuszy przeważa opcja krótkoterminowa, a więc zwolnienia i bankructwa są częste, a stopa bezrobocia relatywnie wysoka.

Model kapitalizmu pracowniczego zakłada ciągłość kariery w jednym przedsiębiorstwie i system awansu „od wewnątrz”, co ma gwarantować wyższą efektywność (Kojima, 1993). Nie jest to jednak oczywiście już choćby w kontekście innowacji, których stymulowanie wymaga bardziej agresywnej polityki płac. Dla efektywności ekonomicznej ważne jest także, aby akcjonariusze byli silni i niezależni. Tymczasem założenia omawianego modelu nie wykluczają sytuacji, gdy prezes firmy, a nawet przewodniczący rady nadzorczej nie są wymagającymi właścicielami, lecz kolegami, którzy przepracowali razem wiele lat, przechodząc kolejne szczeble kariery zawodowej.

Konsekwencją kapitalizmu pracowniczego w japońskich firmach jest tzw. system dożywotniego zatrudnienia (*full-life employment*) oraz wynagradzania i awansu wg kryterium stażu pracy (*seniority-based salary and promotion system*). Takie rozwiązania są nastawione na identyfikowanie się z macierzystym przedsiębiorstwem oraz tworzenie kolektywu, utożsamiającego się z jego celami. Zakłada się, że kwalifikacje zawodowe rosną wraz z wiekiem, a pracownik niezagrożony zwolnieniem pracuje lepiej (nie można się go pozbyć nawet w okresie recesji i gdy zupełnie zaniedbuje swoje obowiązki).

Drugą specyficzną cechą japońskiego biznesu stanowi mechanizm *cross – shareholding*, czyli wewnątrzgrupowej własności akcji. System ten wywodzi się z czasów okupacji amerykańskiej 1945-1952, gdy w Japonii zakazano istnienia *zaibatsu*, tj. rodzinnych koncernów przemysłowych. Banki uzyskały wówczas możliwość posiadania akcji przedsiębiorstw, zastępując w ten sposób przedsiębiorstwo (*holding company*) w funkcji strategicznego zarządzania firmą (Ito, 1992). System ten rozwinął się dopiero w latach 60., gdy wraz z przystąpieniem do OECD Japonia została zmuszona do otwarcia rynku kapitałowego. Na mocy ustawy dwa dowolne podmioty z tego samego *keirestu*, czyli powojennej grupy przemysłowej (w relacji bank – przedsiębiorstwo lub przedsiębiorstwo – przedsiębiorstwo), zostały uprawnione do emisji dodatkowych akcji i przekazania ich sobie nawzajem. Oznaczało to roz-

drobnienie akcji w ramach dotychczasowego nominalu bez otrzymania formalnej zgody ze strony dotychczasowych udziałowców. Zwiększenie liczby akcji stanowiło poważne utrudnienie dla zagranicznych firm, chcących zgromadzić odpowiedni potencjał gwarantujący przejęcie kontroli.

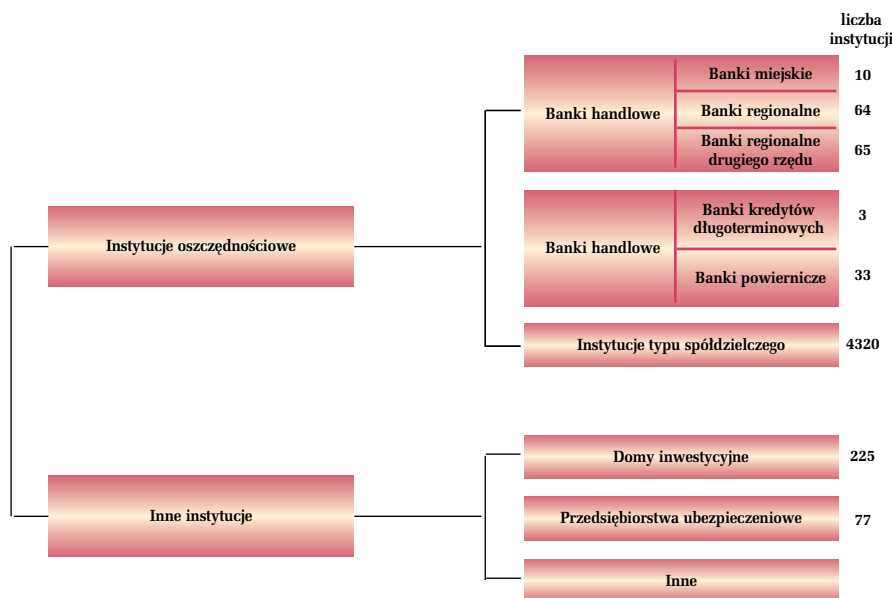
Przez lata wskazywano jedynie na korzyści wynikające z zaangażowania banków w pracę przedsiębiorstw i ze stosowania zasady *cross-shareholding*. Po pierwsze, banki, a więc i przedsiębiorstwa zachowują długookresową perspektywę inwestycyjną. Po drugie, wobec braku obawy przed przejęciem menedżerowie mogą się skoncentrować na efektywnym zarządzaniu firmą. Po trzecie, w razie pogorszenia sytuacji firmy pojawia się możliwość jej uzdrowienia przez bank macierzysty *keiretsu* bez ryzyka przejścia w obce ręce. Wszystko to miało umacniać postawy proinnowacyjne w zagrożonym przedsiębiorstwie. Tymczasem kryzys lat 90. dobitnie wykazał, że ani kadra zarządzająca, ani bank główny nie są w stanie zastąpić silnych zewnętrznych akcjonariuszy w sprawowaniu przez nich funkcji alokacji i kontroli, a sami akcjonariusze wewnętrzni często rezygnowali z wysokich zysków na rzecz stałości (wyłączności) kontaktów w sferze gospodarczej. Nic też dziwnego, że firmy japońskie od lat cechowała stosunkowo niska rentowność działania.

Japoński model systemu bankowego

Do przyczyn japońskiego kryzysu ekonomicznego w latach 90. należy niewątpliwie także zaliczyć rozwiązania przyjęte w ramach dominującego mechanizmu realizacji inwestycji za pomocą kredytów bankowych. Bezpośrednio po II wojnie światowej rząd wprowadził ostre ograniczenia w systemie finansowym. Ze względu na słabość instytucji zdecydowano się na ich ochronę, kontrolując jednocześnie przepływ funduszy pod kątem rozwoju ważnych, przyszłościowych dziedzin gospodarki. Z biegiem czasu zarówno przedsiębiorstwa przemysłowe, jak i podmioty finansowe umocniły swoją pozycję. Japonia stała się krajem bogatym, mającym ogromne zasoby materialne. W rezultacie postawiono na stopniową liberalizację rynku finansowego i globalizację. Wszelkie ograniczenia zmian stóp procentowych zostały zniesione w 1994 r., a w 1996 r. rząd ogłosił plan drastycznej deregulacji systemu finansowego do 2001 r. (japoński *Big Bang*).

Globalizacja stawia określone wymagania, tzn. przyjęte mechanizmy powinny być wolne od jakiejkolwiek dyskryminacji oraz zapewniać pełne możliwości wyboru na podstawie konkurencyjności świadczonych usług. Zadania w procesie deregulacji objęły: swobodę przepływu dewiz, zniesienie zakazu łączenia różnych form działalności bankowej; ubezpieczeniowej i inwestycyjnej oraz odgórnego określania wysokości prowizji w sferze ubez-

Schemat 1 Prywatne instytucje japońskiego sektora finansowego



Źródło: A. Tanaka: *Japan and Its Economy*, Łódź 2000 Instytut Studiów Międzynarodowych UL. Stan na luty 1999 r.

pieczeń. Dąży się też do wzrostu roli rynku kapitałowego kosztem systemu bankowego w finansowaniu inwestycji przemysłu (Horiuchi 2000, Royama 2000). Japoński *Big Bang* w pierwszej kolejności doprowadził (w 1998 r.) do wniesienia poprawki do Ustawy o wymianie dewizowej i kontroli handlu zagranicznego (*Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law*). Zlikwidowało to ograniczenia w przepływie obcych walut, w wyniku czego rynek krajowy został poddany zagranicznej konkurencji. Aby jej sprostać, wielkie banki handlowe planują połączenia. Z 13 banków miejskich powstaną tylko cztery (por. informacje prezentowane na schematach 1 i 2).

Przewiduje się także częściowe (na razie) zniesienie segmentacji usług. Ma temu służyć rządowa akceptacja dwóch alternatywnych metod fuzji:

1) poprzez filie (*subsidiaries*), np. bank handlowy jako swoje przedstawicielstwo otwiera bank powierniczy i dom maklerski albo firma maklerska zakłada bank komercyjny i bank powierniczy;

2) poprzez wspólne przedsiębiorstwo, posiadające kontrolny pakiet akcji banku handlowego, banku powierniczego oraz domu maklerskiego.

Złagodzenie regulacji znalazło także wyraz w rozszerzeniu zasięgu usług świadczonych przez poszczególne podmioty finansowe. Banki zostały np. uprawnione do obrotu powierniczymi funduszami inwestycyjnymi, a instytucje spoza sektora finansowego mogą wkraczać na tradycyjny dotąd obszar oferowanych przez niego produktów. Proponowane zmiany objęły też deregulację prowizji pobieranych przez firmy ubezpieczeniowe z tytułu handlu akcjami i obligacjami (1999 r.). Inne przedsięwzięcia to, np. rezygnacja z podatku od transakcji papierami wartościowymi. Trzeba jednak pamiętać, że proces dere-

gulacji systemu finansowego, niewątpliwie korzystny dla japońskiej gospodarki, zaczął się niedawno i dlatego na jego skutki przyjdzie jeszcze poczekać. W analizowanym okresie końca lat 80. i początku lat 90. przeważały natomiast ujemne efekty „konwojowania” banków i moralnego psucia systemu⁸.

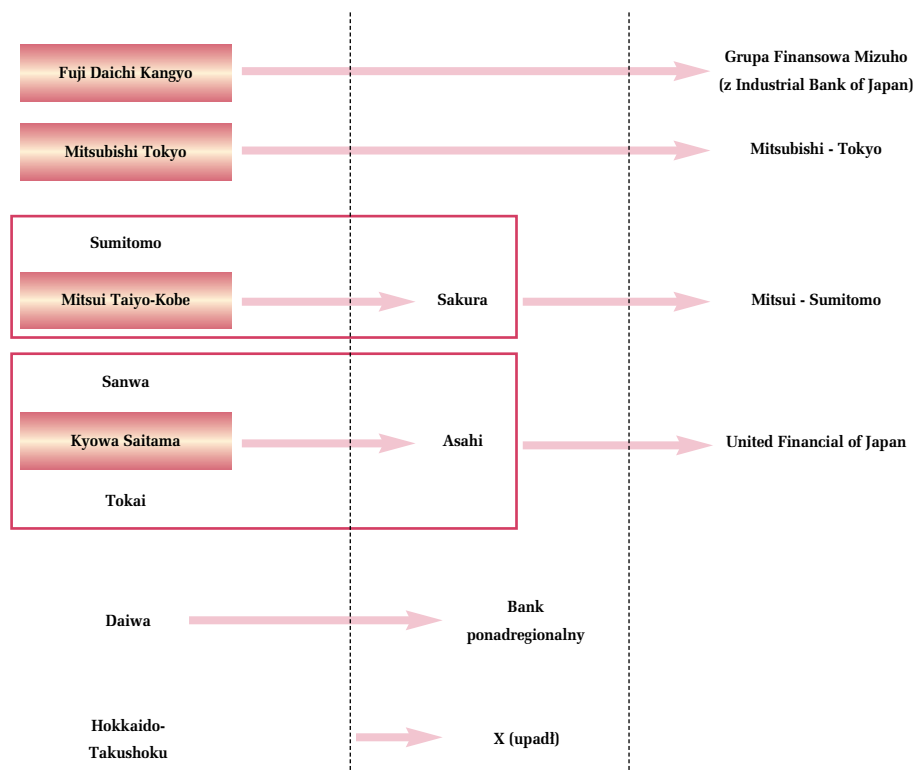
Do lat 90. Japonia szczyciła się, że żaden bank w okresie powojennym nie zbankrutował. Tymczasem można śmiało stwierdzić, że dobre wyniki w sferze bankowości osiągnano raczej dzięki protekcyjnej polityce Ministerstwa Finansów niż dzięki samej zapobiegliwości banków. Należy tu wymienić przede wszystkim wspomnianą regulację stóp procentowych i segmentację usług, a także limitowanie wejścia na rynek oraz licencjonowanie nowych oddziałów. Podobny wpływ wywierało również wyeliminowanie ryzyka z działalności instytucji finansowych, ponieważ upadek banku z reguły nie wchodził w grę. W przypadku znacznego pogorszenia opłacalności następowała fuzja z innym, zdrowym podmiotem finansowym. Aranżacją całego przedsięwzięcia zajmowało się wtedy Ministerstwo Finansów.

Istota wielkiej recesji – czy deflacja może być zjawiskiem korzystnym dla gospodarki?

Istnieje wiele definicji recesji. W tym tekście posłużę się określeniem pochodzącym z „*The Economist*” (2001): „Jest to sytuacja, w której tempo wzrostu spada

⁸ Termin „konwojowanie banków” oznacza obronę nierentownych instytucji finansowych przez Ministerstwo Finansów (analogicznie jak statków handlowych, płynących w konwoju, przed piratami). Zjawisku temu często towarzyszyło korumpowanie urzędników państwowej administracji.

Schemat 2 Japońskie banki miejskie



Źródło: opracowanie własne, stan na czerwiec 2001 r.

znacznie poniżej wynikającego z długookresowego trendu, powodując jednoczesny wzrost bezrobocia”. Chodzi więc o różnicę między faktyczną a potencjalną dynamiką wzrostu PNB (luka produkcyjna). Może być ona mierzona na kilka sposobów. Na przykład OECD każdego roku szacuje potencjał japońskiej gospodarki, estymując podstawowe czynniki wzrostu i wprowadzając je do zagregowanej funkcji produkcji wraz z przewidywaną stopą bezrobocia i rosnącą szybciej od niej stopą wzrostu płac – płacowym NAIRU.

Kuttner i Posen (2001) proponują statystyczną metodę tzw. zmiennej ukrytej. Zakłada się w niej, że faktyczna produkcja powraca do potencjalnej przy pełnym wykorzystaniu mocy wytwórczych oraz że przebieg inflacji ściśle wiąże się z niewykorzystaniem mocy produkcyjnych. Rola inflacji jako miernika marnotrawstwa zasobów jest analogiczna do funkcji miernika płac w pierwszej metodzie. Według obu tych metod, gospodarka Japonii w 2001 r. operowała 3–4 punkty procentowe poniżej możliwości. Przyjmując w metodzie trzeciej określoną wydajność siły roboczej i jej dynamikę stwierdzono, że gdyby zwiększała się ona w stałym tempie 2,5% rocznie (według średniej z lat 1980–1992), to różnica między produkcją potencjalną a rzeczywistą wyniosłaby aż 11 punktów procentowych, przyjmując za zerowy stan z 1993 r. Trudno przesądzić, która z me-

tod daje najbardziej prawidłowe wyniki. Wiadomo jednak, że żaden inny kraj OECD nie przeżył tak długiej i głębokiej recesji jak Japonia.

Japońskiej recesji towarzyszy uporczywe utrzymywanie się deflacji, co jest zjawiskiem wyjątkowym w kraju wysoko rozwiniętym, przynajmniej w okresie powojennym (choć jego skala jest niewspółmiernie mniejsza niż w USA w latach kryzysu lat 1929–1932). Poczynając od 1996 r., inflacja mierzona wskaźnikiem CPI, WPI i deflatorem PNB jest ujemna. Ekonomiści zwykli traktować deflację jako zjawisko niekorzystne dla gospodarki, powodujące m. in. wzrost realnej wartości zadłużenia w bankach, ograniczenie zakupów dóbr trwałego użytku, redukcję płac, a nawet przymusowe zwolnienia (Majewski 2002). Mimo to niektórzy wysocy rangą, urzędnicy państwowi nie obawiają się deflacji, będącej według nich świadectwem przekształceń strukturalnych, deregulacji i dokonującego się postępu technicznego. Symptomatyczne są w tym względzie poglądy prezesa banku centralnego Japonii, Masaru Hayami’ego (2000). Stanowisko Banku Japonii w kwestii deflacji uzasadnia on następująco.

Po pierwsze – przynajmniej niektóre spadki cen mogą być objaśniane prowadzeniem reformy strukturalnej i wiąże się raczej z postępowem technicznym niż spiralą deflacyjną. Dodaje dalej, że nie można wyklu-

czyć sytuacji, że gospodarka japońska podniesie się z zapaści nawet w warunkach przedłużającej się deflacji. Można więc spekulować, że deflacja przynajmniej w części odzwierciedla pozytywne dostosowania po stronie podaży. W rezultacie mamy jednak do czynienia z nieprawidłowym stawianiem znaku równości między zmianami przeciętnego poziomu cen a zmianami cen relatywnych. Nowe technologie rzeczywiście powodują obniżkę cen nowoczesnych produktów, np. komputerów, telefonów komórkowych i sprzętu telekomunikacyjnego. Nie oznacza to, że musi im towarzyszyć spadek ogólnego poziomu cen (Ichikawa, 2002). Jeżeli zaś chodzi o przebieg reformy strukturalnej, to doskonale wiadomo, że gospodarka Japonii wciąż charakteryzuje się wyraźnym dualizmem, polegającym na tym, że tylko duże przedsiębiorstwa są rentowne, podczas gdy małe firmy często ponoszą straty. Idea wyjścia z recesji, podnoszona przez M. Hayami, nawiązuje do rozwiązania Pigou, głoszącego, że wzrost realnej wartości majątku posiadanego przez gospodarstwa domowe (tzw. efekt bogactwa) prowadzi do zwiększenia wydatków konsumpcyjnych. Jednak pojawienie się tego efektu w konsekwencji poważnych zakupów obligacji wydaje się mało prawdopodobne.

Po drugie – gospodarka Japonii przez 20 lat szczyła się tylko niewiele ponad jednoprocentową roczną inflacją i w związku z tym musiałyby istnieć bardzo poważne przyczyny jej zdecydowanego podwyższenia. U podstaw utrzymywania deflacji leży przekonanie o szkodliwości nawet niewielkiego wzrostu ogólnego poziomu cen, a także nieuznanie negatywnych konsekwencji deflacji.

Po trzecie – efekt ogłoszenia (szczególnie związany z zakupem długookresowych obligacji rządowych) spowoduje wzrost oprocentowania, zanim jeszcze pojawią się postulowane rezultaty w postaci inflacji, a w ten sposób realne stopy procentowe pozostaną niezmiennymi i dodatnimi. Rozumowanie to zakłada całkowite oraz natychmiastowe „przełożenie” zwiększonych zakupów na wzrost oprocentowania, tymczasem nie potwierdzają go fakty (w 2002 r. ceny nie wzrosły mimo zwiększonego wykupu obligacji).

Po czwarte – raz „wprawiona w ruch” inflacja nie da się określić inaczej niż drogą rygorystycznego zacieśnienia polityki pieniężnej. Prezes Hayami jest przekonany, że przy niskich wartościach (2–3% wzrostu cen) inflacja wykazuje raczej skłonność do przyspieszenia niż oscylacji wokół trendu.

Po piąte – dalsze zwiększenie zakupów obligacji rządowych może okazać się niebezpieczne w stopniu wręcz podważającym wiarygodność Japonii na arenie międzynarodowej.

Przedłużająca się deflacja wbrew powyższym argumentom nie jest, moim zdaniem, zjawiskiem korzystnym. Jednym ze sposobów zahamowania spadku cen, według wielu ekonomistów zajmujących się Japonią,

mogło być podjęcie wiążącego zobowiązania odnośnie do wysokości poziomu inflacji w przyszłości. Jeżeli bank centralny podejmie zobowiązanie, że średni poziom cen wzrośnie (podając przy tym orientacyjną datę), będzie to miało prawdopodobnie pewien wpływ na powstanie konkretnego układu płacowo-cenowego w chwili obecnej (Krugman, 1998; Blanchard, 2000).

W przypadku Japonii problem tzw. oczekiwań inflacyjnych jest na tyle istotny, że ekspansywna polityka pieniężna nie wydaje się pośrednio wpływać na zmiany kursu walutowego bądź oprocentowania (zob. poniżej). Wielu ekonomistów zaleca odpowiednie rozwiązania w sferze polityki pieniężnej wspomagane wyraźnym określeniem celu inflacyjnego. Znamienna jest w tym zakresie polityka kilku państw, które skutecznie starały się zahamować lub odwrócić niebezpieczeństwo inflacji – chodzi np. o Kanadę w 1992 r. czy Szwecję w latach 30. Niestety, w Japonii żadne z podobnych posunięć nie przyniosło bezpośredniego efektu w postaci faktycznego ożywienia gospodarki. Czyżby przekonania prezesa Hayami na temat „dobrej” deflacji, mimo wprowadzenia formalnego celu inflacyjnego w połowie marca 2001 r., wciąż wywierały niekorzystny wpływ na oczekiwania inflacyjne w społeczeństwie? Czy zarówno przedsiębiorcy, jak i konsumenci nie wierzą w szybką i trwałą poprawę koniunktury?

Japońska polityka monetarna w walce z deflacją

Kryzys japońskiego modelu bankowego finansowania inwestycji i zerowa stopa procentowa stawiają pod znakiem zapytania możliwości oddziaływania na aktywność gospodarczą za pomocą polityki monetarnej. Wraz z przedłużającym się spadkiem cen pojawiła się bowiem obawa, że polityka pieniężna straciła na efektywności – zerowe stopy procentowe w warunkach wciąż spadających cen w niedalekiej przyszłości mogą spowodować pojawienie się dodatnich realnych stóp procentowych. W tej sytuacji niektórzy ekonomiści wyraźnie zalecają dewaluację jena, pobudzenie inflacji lub chociaż wywołanie oczekiwań inflacyjnych. Pozostaje zbadać, czy bank centralny dysponuje instrumentami realizacji tak sformułowanych celów. Kuttner i Posen (2002) badają więc relacje między agregatami pieniężnymi M2, M0 (bazą monetarną), cenami i faktyczną produkcją. Badania statystyczne prowadzone w kontekście historycznym przy użyciu metody VaR (autoregresji wektorowej) wskazują na istnienie silnego związku między głównymi indeksami wzrostu cen i M2: w przeszłości istotne zmiany M2 (zasobu obejmującego gotówkę, wkłady na żądanie oraz małe depozyty terminowe) zawsze skutkowały takimi zmianami cen.

Z kolei jeśli chodzi o bazę monetarną (M0) – wielkość, na którą bank centralny może oddziaływać w sposób najbardziej bezpośredni – to autorzy nie stwierdzili

jej stałego związku z cenami. Wyniki badań okazały się więc odmiennie w stosunku do agregatów M2 i M0. Ten pierwszy kanał wydaje się mało użyteczny w świetle faktu, że w latach 90. mimo szybkiego wzrostu ilości pieniądza mierzonego agregatem M2 banki komercyjne nie mogły lub nie chciały pożyczać pieniędzy. Woo (2000) stwierdza, że jedynie w 1998 r. wystąpił prawdziwy *credit crunch*, czyli niedostatek środków bankowych na potrzeby działalności gospodarczej. W pozostałych latach zaniżona podaż kredytów spowodowana była innymi przyczynami, mającymi głównie charakter popytowy.

Jednak same banki były zainteresowane raczej zwiększaniem rezerw niż ewentualnych pożyczek. Należy także wspomnieć o zmieniających się preferencjach ludności, polegających na przenoszeniu części oszczędności z zagrożonych niewypłacalnością banków prywatnych na państwowe konta pocztowe, trochę wyżej oprocentowane, a przede wszystkim zawierające *implicit*e gwarancje bankowe. Skoro nie można więc liczyć na szybkie pobudzenie wzrostu cen czy oczekiwań inflacyjnych, pozostaje kanał polityki kursowej, tj. ewentualna dewaluacja jena.

Polityka kursowa

Jeżeli ekspansywna polityka monetarna miałaby osłabić jena, prawdopodobnie wiązałyby się to z podwyższeniem oczekiwań inflacyjnych. Mimo, że wielu ekonomistów dawało takie rekomendacje, są one trudne do zrealizowania, gdyż oddziaływanie na kurs walutowy poprzez zmiany stopy procentowej okazuje się bardzo skomplikowane w warunkach zerowej krótkookresowej nominalnej stopy procentowej (Kutter, Posen, 2001). Teoretycznie istnieją jeszcze dwa (poza mechanizmem stopy procentowej) mechanizmy wpływu polityki pieniężnej na wysokość kursu: cenowy oraz efektu równowagi portfelowej (Kutter, Posen, 2001).

Pierwszy z nich wiąże się z parytetem siły nabywczej jena: jeżeli zwiększanie ilości pieniądza w obiegu doprowadzi do wzrostu cen, to prawdopodobnie znajdzie to wyraz w deprecjacji. Problem leży jednak w słabym faktycznym powiązaniu bazy monetarnej z nominalnym kursem waluty. W każdym przypadku możliwość wykorzystania tego związku zależy od siły relacji pieniądz – ceny, analizowanej uprzednio. Drugi mechanizm uwzględnia tzw. efekt równowagi portfelowej, polegający na tym, że wzrost aktywów gromadzonych w jenach w stosunku do aktywów w innych walutach prowadzi do deprecjacji waluty japońskiej (opiera się on na założeniu o niepełnej substytucji walorów w portfelu inwestycyjnym). Bez względu na to, który z tych dwóch kanałów jest drożny, najistotniejsze pytania pod adresem polityki pieniężnej są następujące: czy i w jakim stopniu wzrost bazy monetarnej może spowodować deprecjację, przy faktycznym braku możliwości dużych zmian stóp procentowych.

Wydaje się, że polityka kursowa nie stanowi najlepszego narzędzia w walce z japońską recesją. Wynika to z ograniczeń wywołanych poważną nadwyżką w handlu z USA, a także z niemożności systematycznego działania Banku Japonii na rynku walutowym wobec jego znacznej „głębokości”. Można powiedzieć, że przy dużej liczbie uczestników rynku interwencja jest skuteczna jedynie okazjonalnie (Hirayama, 2002). Deprecjacja japońskiej waluty może zostać wywołana przez wzrost zapotrzebowania na zagraniczne aktywa w rezultacie utrzymywania się zerowych stóp procentowych. Jednak to, czy rzeczywiście deprecjacja nastąpi, zależy od wielu czynników, np. spodziewanych zysków w zestawieniu z ryzykiem kursowym.

Poprzez deprecjację krajowej waluty można teoretycznie (i to na krótką metę) osiągnąć podwójny cel: zmniejszyć presję deflacyjną oraz zwiększyć tempo wzrostu gospodarczego, aktywizując eksport. Obliczono jednak, że w przypadku Japonii wpływ byłby znikomy: dziesięcioprocentowa dewaluacja jena nie zdołałaby stłumić deflacji, przynosząc tylko półprocentowy wzrost PKB i to dopiero w ciągu 2 lat (Majewski, 2002).

Polityka banku centralnego i inne recepty na przezwyciężenie kryzysu deflacyjnego. Idea *monetary easing*

Polityka monetarna Banku Japonii od lutego 2001 r. ma charakter ekspansywny. Może to być pojmowane zarówno w kategoriach ceny funduszy (stopa kredytów międzybankowych), jak i ich wielkości (baza monetarna). Stopa kredytów międzybankowych *overnight* zmieniała się wielokrotnie, odzwierciedlając zmiany w polityce Banku Japonii. We wrześniu 1998 r. została obniżona do 0,25%, a w lutym 1999 r. wprowadzono stopę zerową. W sierpniu 2000 r. podskoczyła znów do poziomu 0,25%, po czym w lutym 2001 r. dokonano kolejnej redukcji i od marca 2001 r. utrzymuje się stały poziom zerowy (dokładnie 0,001%).

Jeżeli chodzi o wielkość funduszy, to baza monetarna w ostatnich latach znacznie wzrosła, a jej stosunek do nominalnego PNB w Japonii należy do najwyższych spośród krajów OECD. W latach 1998–2000 M0 wzrastało średniorocznie o 7–8%, jednak w tym samym czasie wielkość kredytów komercyjnych uległa pomniejszeniu. Obydwa wskaźniki ekonomiczne – deflator PNB w ujęciu nominalnym oraz CPI – albo były ujemne, albo nie wykazywały zmian, mimo pełnej mobilizacji polityki monetarnej i fiskalnej od początku dekady. Bank Japonii pompując nadwyżkowy pieniądź w system banków komercyjnych już samym tym posunięciem spowodował spadek międzybankowej stopy procentowej do zera. Cena kredytu i wielkość rezerw są więc współzależne. Bank centralny może kontrolować stopy procentowe, decydując o wielkości rezerw, i od-

wrotnie. Uzasadnienie ekspansywnej polityki pieniężnej sprowadza się do stwierdzenia, że w warunkach, w których stopa procentowa nie może spaść poniżej zera, dla zapewnienia ożywienia gospodarczego konieczne jest zwiększenie bazy monetarnej (Shirakawa, 2001).

Efektywność polityki monetarnej opiera się na założeniu, że zwiększenie rezerw w systemie bankowym zakłóca równowagę portfela inwestycyjnego instytucji finansowych. Podejmują więc działania mające na celu jej przywrócenie. W ramach tzw. arbitrażu banki komercyjne powinny pożyczać „tanie” pieniądze, osiągając dodatkowe zyski ze wzmożonej akcji kredytowej. Niestety, w sytuacji zadłużenia sektora prywatnego firm i słabości sektora bankowego instytucje finansowe nie ryzykują i nie udzielają pożyczek w spodziewanym stopniu. Wzrost bazy monetarnej, który w zamierzeniu miał doprowadzić do przyspieszenia akcji kredytowej, zostaje więc przeznaczony na zwiększenie udziału obligacji rządowych w portfelach aktywów banków, przy wciąż zmniejszanych kredytach.

Coraz ważniejsza jest więc dyskusja, co zrobić, aby faktycznie zwiększyć wartość udzielanych kredytów. Można tu nawiązać do jednej z dwóch definicji łagodnej polityki monetarnej (*monetary easing*). Pierwsza, to zmiana celu operacyjnego BOJ z prowadzenia polityki zerowej stopy procentowej na zwiększenie rezerw samego systemu bankowego (w 2001 r. bank centralny wprowadził dodatkową możliwość swobodnego pożyczania przez instytucje finansowe z BOJ według lombardowej stopy procentowej, będącej odniesieniem do warunków pożyczania na rynku międzybankowym). Druga definicja to wzmożony zakup przez bank centralny tych aktywów, które nie podlegają zamianie na rezerwy nawet przy zerowej stopie procentowej. Chodzi tu o takie produkty finansowe, jak: długoterminowe obligacje rządowe (JGB – Japan Government Bonds), aktywa zagraniczne i prywatne zobowiązania finansowe, przede wszystkim obligacje emitowane przez firmy i weksle handlowe.

Zakup obcej waluty jest bezpośrednio w gestii Ministerstwa Finansów i dlatego każdorazowo decyzje muszą być podejmowane wspólnie przez MOF i BOJ. Z kolei obligacje firm i weksle stanowią przede wszystkim zabezpieczenie finansowe dla pożyczkodawcy. Oczywiście, bank centralny może udzielić kredytu pod zastaw, ale w tym przypadku jedynie zastępuje on bank komercyjny w jego funkcji pożyczkodawcy i nie ma gwarancji, że ogólna suma kredytów w gospodarce wzrośnie. Ponadto, jeśli bank centralny jest przygotowany na poniesienie strat, jego działania będą w istocie wiązać się z dostarczaniem dodatkowego kapitału (a to jest już zadanie polityki fiskalnej!), nie zaś płynności. Z drugiej strony jeśli bank centralny będzie udzielał kredytu według tego samego oprocentowania, jak banki komercyjne, to nie ma sensu, by firmy pożyczaly z banku centralnego.

Rządowe obligacje długoterminowe są nabywane przez Bank Japonii dwa razy w miesiącu, każdorazowo

o wartości 200 mld jenów, czyli 5 bln jenów rocznie. Relacja JGB, utrzymywanych przez bank centralny, do bazy monetarnej osiągnęła 70%, co oznacza, że baza monetarna opiera się głównie na obligacjach rządowych. Clouse et. al. (2000) oraz Meyer (2001) badają efekt wzrostu zakupów JGB w warunkach ekspansywnej polityki pieniężnej i zerowych stóp procentowych. W takiej sytuacji krótkookresowe obligacje rządowe i rezerwy stanowią doskonałe substytuty, toteż ewentualne zwiększenie zakupów tych pierwszych nie oddziałuje na wzrost płynności w sensie makroekonomicznym.

Jeśli nawet Bank Japonii będzie oferował rezerwy według zerowej stopy, może się okazać, że nie będzie na nie dostatecznego popytu ze strony instytucji finansowych. Przykładowo, w okresie od lutego 1999 r. do sierpnia 2000 r. w 31 przypadkach (dniach) wystąpił zbyt mały popyt w stosunku do ofert, a średnia wartość niewykorzystanych rezerw stanowiła 60% oferowanej wartości (Shirakawa, 2001). W tej sytuacji uzasadniona jest aktywizacja zakupów tych długoterminowych obligacji rządowych, które zapewniają wyższe dochody. Niestety, występują pewne ograniczenia. Po pierwsze, jeżeli długookresowe stopy będą wykazywać tendencję spadkową, JGB staną się substytutami rezerw. Po drugie, dla gospodarki japońskiej już teraz charakterystyczne jest wysokie zadłużenie wewnętrzne (około 630 bln jenów według stanu na 2001 r.) przy wspomnianym już rocznym zakupie przez bank centralny o wartości około 5 bln jenów. W takim przypadku efekt oddziaływania wzmożonych zakupów JGB nie będzie zbyt duży (Fischer, 2001).

Wydaje się więc, że prace nad wyprowadzeniem Japonii z fazy stagnacji powinny iść nie tyle w kierunku badań, czy wzrost rezerw w systemie bankowym może oddziaływać na koniunkturę gospodarczą niezależnie od kanału stóp procentowych, lecz powinny uwzględniać wszelkie działania nastawione na wzrost oczekiwań, które już dziś ożywiłyby gospodarke. Dlatego pozytywnie należy ocenić podjęcie przez rząd premiera Koizumiego wiążącego zobowiązania do utrzymania polityki niskich krótkookresowych stóp procentowych aż do momentu, w którym roczne zmiany CPI (z wyłączeniem świeżej żywności) z roku na rok będą osiągać poziom zerowy. Szkoda tylko, że Bank Japonii nie pokusił się o wyraźne określenie czasu potrzebnego na wyeliminowanie deflacji (Callen, 2001). Jak pisze P. Krugman, sama ekspansywna polityka monetarna bez wiarygodnego efektu faktycznego pobudzenia gospodarki w przyszłości nie może być skuteczna (Krugman, 2000).

Interesujące jest stanowisko P. Krugmana (1998) w kwestii polityki monetarnej w formie, w jakiej pojawia się ona w Japonii. Uważa on, że skoro Bank Japonii może drukować pieniądze, nie powodując przy tym inflacji, podczas gdy banki komercyjne niechętnie zwiększają ilość udzielanych kredytów, to może on jednocześnie monetyzować znaczny pod względem rozmiarów dług publiczny. Wynika stąd, że jeżeli polityka fiskal-

na jest skuteczna, to ostateczna rola polityki pieniężnej powinna sprowadzać się do zakomodowania ekspansywnej polityki fiskalnej.

Wnioski

- Z dotychczasowych rozważań wynika, że kryzys bankowy w Japonii jest podstawową przyczyną ogólniejszego kryzysu gospodarczego i obecnej recesji. Z tym poglądem zgadza się większość ekonomistów. Kryzys ten można tłumaczyć w dużej mierze nieefektywnym sposobem rządzenia i nie zawsze właściwą (interwencjonistyczną) rolą państwa, prowadzącą do powstania strukturalnych dysproporcji, a także ograniczenia konkurencji.
- Nieefektywny sposób rządzenia może ujemnie wpływać na dążenia przedsiębiorstw do zmian. Aby tego uniknąć, należy zwiększyć rolę szerokiego kręgu akcjonariuszy, umożliwiając im pełen wgląd w wyniki działalności przedsiębiorstwa, zapewniając funkcjonowanie wewnętrznego i zewnętrznego audytu, rozdział między sprawowaniem funkcji w radzie nadzorczej i zarządzie, a także odpowiedzialność kierownictwa przed akcjonariuszami i (w przypadku banków) regulatorami finansowymi, niezależnymi od Ministerstwa Finansów. W Japonii taki wymóg został spełniony dopiero w 1998 r. wraz z powołaniem Agencji Nadzoru Finansowego (Financial Supervisory Agency).
- Japoński system głównego banku *keiretsu* opiera się na założeniu, że będzie on skutecznie nadzorować dłużników i wymuszać konieczne zmiany. Tymczasem jeżeli on sam znajduje się w kłopotach, może opóźniać restrukturyzację innych podmiotów.
- Z samego kryzysu bankowego wypływają następujące wnioski:
 - jeżeli system finansowy charakteryzuje się dużą liczbą pośredników, wówczas nieprzemyślana do końca deregulacja może doprowadzić do nadmiernej konkurencji i nieuzasadnionego ryzyka inwestowania, szczególnie gdy dotyczy mało rentownych podmiotów, niepodlegających rynkowemu mechanizmowi i ewentualnemu bankructwu;
 - gdy deregulacja nie jest skoordynowana i odpowiednio rozłożona w czasie może być odczuwa-

na jako niesprawiedliwa dla niektórych podmiotów gospodarczych; przykładowo aż do 1994 r. banki komercyjne w Japonii nie mogły prowadzić obrotu papierami wartościowymi (co niewątpliwie osłabiło ich pozycję) mimo postępującej liberalizacji rynku obligacji i przyznania takich preferencji wielkim japońskim korporacjom;

- ze względu na destabilizujący wpływ okresowo pojawiającej się *bubble economy* i związanego z nią inflacyjnego wzrostu cen aktywów, banki winny opierać decyzje kredytowe na aktualnych analizach typu *cash-flow*, nie zaś wyłącznie wartości zabezpieczenia pożyczek;
 - istotne jest zachowanie jasnych reguł księgowania i sprawozdawczości bankowej dla umożliwienia efektywnego nadzoru nad instytucjami finansowymi i przeciwdziałania wewnętrznym manipulacjom;
 - regulatorzy bankowi powinni szybko reagować w przypadku zagrożenia, gdyż wstrzymywanie się od działania może wprowadzić opóźnić kryzys, ale ogromnie zwiększa wydatki budżetowe na jego rozwiązanie.
- W gospodarce ważne jest stosowanie uzupełniających się źródeł finansowania (system bankowy, rynek kapitałowy, środki własne), które nie tylko zaspokajają zróżnicowane potrzeby odbiorców, ale także stanowią zabezpieczenie na wypadek perturbacji na którymś z rynków.
 - Równoległe z obserwacją wskaźników makroekonomicznych należy obserwować sektor prywatny (banki i przedsiębiorstwa), gdyż kryzys japoński wystąpił przy zrównoważonym stanie finansów publicznych, niskiej stopie inflacji i ostrożnej polityce płacowej. Miał on więc inne podłoże niż wcześniej pojawiające się załamania w światowym systemie gospodarki.
 - Wnioski płynące z powyższych rozważań nie świadczą o nieprzydatności polityki makroekonomicznej w walce z recesją. Decydujące znaczenie dla oczekiwanych reform strukturalnych ma wsparcie ze strony polityki monetarnej, kursowej i fiskalnej. Zaleca się utrzymanie ekspansywnej polityki pieniężnej i podjęcie wyraźnego zobowiązania inflacyjnego. Szczególną rolę będzie odgrywać pobudzenie wiarygodnych oczekiwań wzrostu koniunktury.

Bibliografia

1. O. Blanchard: *Bubbles, Liquidity Traps and Monetary Policy*. W: R. Mikitani, A. Posen (red.): *Japans Financial Crisis and Its Parallels to US Experience*. Washington Institute for International Economics, 2000.
2. O. Blanchard, R. Perotti: *An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output*. Working Paper 7269, Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
3. T. Callen T: *Decisive Structural Reforms Offer Key to Restoring Healthy Growth in Japan*. „IMF Survey” nr 17/2001.
4. T. Callen, W. McKibbin: *Policies and Prospects in Japan and the Implications for the Asia – Pacific Region*. „IMF Working Paper” WP/01/131; IMF 2001.
5. J. Clouse, D. Henderson, A. Orphanides, D. Small, P. Tinsley: *Monetary Policy When the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero*. Finance and Economic Discussion Series, 00-51. Board of Governors of the Federal Reserve System, listopad 2000.
6. *Economics Focus: Defining a Downturn*. The Economist” 4 sierpnia 2001.
7. S. Fischer: *Comments and Discussion: The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan* W: K. Kutter, A. Posen (red.): *Brookings Papers on Economic Activity*” nr 2/2001.
8. J. Grabowiecki: *Japonia. Powojenna dynamika i równowaga gospodarcza*. Warszawa 2002 SGH.
9. M. Hayami: *Price Stability and Monetary Policy*. Wykład dla Research Institute of Japan, Tokyo, 21 marca 2000, www.boj.or.jp/en/press/koen050.htm.
10. K. Hirayama: *Ailing Japanese Economy*. Wykład dla Wydziału Stosunków Międzynarodowych i Politologicznych UŁ, 8 maja 2002.
11. A. Horiuchi: *The Big Bang: Idea and Reality*. W: T. Hoshi, H. Patrick (red.): *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Boston – London 2000.
12. M. Hutchison: *Budget Policy and the Decline of National Saving Revisited*. BIS Economic Papers 33. Basle: Bank for International Settlements, marzec 1992.
13. F. Ichikawa: *Life Style of Japanese People: Today's Consumption Pattern*. Wykład dla Wydziału Stosunków Międzynarodowych i Politologicznych UŁ, 9 maja 2002.
14. T. Ito: *The Japanese Economy*. Cambridge Mass. 1992, The MIT Press.
15. A. Kanaya, D. Woo: *The Japanese Banking Crisis of the 1990: Sources and Lessons*. IMF Working Paper 2000/7, styczeń 2000.
16. A. Kojima: *Getting to the Bottom of Japan's Economic Blues*. „Japan Echo” luty 1999.
17. A. Kojima: *We, the Company*. „Japan Update” nr 21/1993.
18. P. Krugman: *Thinking About the Liquidity Trap*. „Journal of the Japanese and International Economies”, t. 14, 2000.
19. Kuttner K., Posen A., *The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan*. „Brookings Papers on Economic Activity” nr 2/ 2001.
20. K. Lutkowski: *Mechanizm kryzysów walutowych w świetle ostatnich zakłóceń na międzynarodowych rynkach finansowych*. „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej SGH” nr 6/1999.
21. J. Majewski: *Japonia: Kiedy powrót na ścieżkę wzrostu?* <http://www.emb-japan.pl/gospodarka/artkuł.htm>.
22. J. Majewski: *Pocztowe pieniądze*. „Wprost” 28 maja 2000.
23. W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska: *Kryzysy walutowe*. Warszawa 2001 PWN.
24. L. Meyer: *Does Money Matter? The 2001 Homer Jones Memorial Lecture*. Washington University, St. Louis, Missouri, 28 marca 2001.
25. S. Royama: *The Big Bang in Japanese Securities Markets*. W: T. Hoshi, H. Patrick (red.): *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Boston – London 2000.
26. M. Shirakawa: *Monetary Policy under the Zero Interest Rate Constraint and Balance Sheet Adjustment*. „International Finance”, 2001.
27. R. Stefanicki: *Zabetonowani*. „Gazeta Wyborcza” 9-10 lutego 2002.
28. J. Sulmicki: *Ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego nowej generacji w Polsce*. „Ekonomista” nr 4/2000.
29. A. Tanaka: *Japan and its Economy since 1945. The Sun Rises, Sets and Then?* Instytut Studiów Międzynarodowych Uniwersytetu Łódzkiego 1999.
30. A. Wojtyła: *Kryzysy finansowe a skuteczność polityki makroekonomicznej*. „Bank i Kredyt” nr 7-8/1999.
31. World Bank: *The Challenge of Development*, Washington D. C. 1991.
32. World Bank: *The State in a Changing World*. World Development Report, Washington D. C. 1997.