

Экономика

УДК 336.01.

**КОМАРОВ Алексей Валерьевич**<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ленинградский проспект, 49, Москва, 125993, Россия.

<https://orcid.org/0000-0003-4944-9012>

<sup>1</sup> Комаров Алексей Валерьевич, кандидат педагогических наук, доцент Департамента Экономической теории, Москва, Россия.

E-mail: wert-63@yandex.ru

**ГВОЗДИКОВА Дарья Витальевна**<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ленинградский проспект, 49, Москва, 125993, Россия.

<https://orcid.org/0000-0001-5766-4279>

<sup>1</sup> Гвоздикова Дарья Витальевна, Факультет финансовых рынков, Москва

E-mail: kalevala1313@gmail.com

**ЯПОНСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ПУЗЫРЬ: ФАКТОРЫ ВОЗНИКНОВЕНИЯ, ПОСЛЕДСТВИЯ, ФИНАНСОВАЯ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ**

**Аннотация:**

**Предмет.** Факторы возникновения и последствия колебаний цен на активы для финансовой и макроэкономической стабильности Японии в конце 1980-х годов

**Цель.** Выявление возможных методов борьбы с сильными колебаниями цен на активы при разработке макроэкономической политики.

**Задачи.** 1. Рассмотреть предпосылки возникновения пузыря цен на активы в послевоенный период. 2. Охарактеризовать процесс «усиленных бычьих ожиданий». 3. Выявить риски, которые способствуют возможности возникновения финансовой нестабильности, а также их последствия на практике. 4. Определить перспективы управления рисками

**Методология.** В процессе написания статьи были использованы такие методы исследований как системный подход к изучению объекта исследования, графический метод, позволяющий наглядно проиллюстрировать процесс «усиленных бычьих ожиданий». Используются методы сравнительного и статистического анализа. Статистической базой исследования выступают данные Мирового Атласа Данных проекта Кноета.

**Вывод.** Рассмотрены последствия колебаний цен на активы для финансовой и макроэкономической стабильности, где критической точкой пузыря цен являлись чрезмерно оптимистичные ожидания относительно будущего - эйфория. Возникновение пузыря рассматривается как процесс сложного взаимодействия различных факторов – «усиленных бычьих ожиданий». Важный аспект заключается в том, что смягчение денежно-кредитной политики центрального банка в значительной степени несет негативный эффект при разрастании и разрыве пузыря. В последней главе рассматриваются перспективы управления рисками для возможности рассмотрения появления пузыря превентивным образом. От органов, определяющих политический курс, в данной ситуации неизбежно требуется принятие дискреционных суждений.

**Ключевые слова:** Финансовый пузырь; Япония; экономическая история;

*усиленные бычьи ожидания; цены на активы; финансовая стабильность; макроэкономическая стабильность.*

**JEL classification:** N15, E31, E58, O53, G18

### **Economy**

**Aleksey V. Komarov**, Candidate of Sciences (Pedagogics),  
Associate professor of the Department of Economic Theory,  
Finance University under the Government of the Russian Federation,  
Moscow, E-mail: wert-63@yandex.ru

**Darya V. Gvozdikova**, Department of Financial markets,  
Finance University under the Government of the Russian Federation,  
Moscow, E-mail: kalevala1313@gmail.com

### **JAPANESE FINANCIAL BUBBLE: FACTORS OF EMERGENCE, ADVERSE EFFECTS, FINANCIAL AND MACROECONOMIC STABILITY**

#### **Abstract**

**Subject / Topic** The factors of the emergence and the effects of asset price fluctuations on financial and macroeconomic stability of Japan in the late 1980s.

**Goal /Objective** To identify acceptable methods of dealing with fluctuations in asset prices in the macroeconomic policy development.

Tasks: 1. To consider the preconditions of a bubble in asset prices in the postwar period. 2. To characterize the process of «intensified bullish expectations». 3. To identify risks, that contribute to the possibility of occurrence of financial instability, and their implications in practice. 4. To determine the perspectives of risk management.

**Methodology** In the article were used such research methods as systematic approach to the object of study, graphical method that allows to illustrate the process of «intensified bullish expectations», methods of comparative and statistical analysis. The statistical base of the research were the data of the World Data Atlas of project Knoema.

**Conclusions and Relevance** In the article the effects of asset price fluctuations on financial and macroeconomic stability of Japan in the late 1980s were reviewed, where a critical point of asset price bubble was based on excessively optimistic expectations with respect to the future – euphoria. The bubble was generated by the complex interaction of various factors, it was considered as a process of «intensified bullish expectations». An important aspect is that the effectiveness of the central bank's monetary easing is substantially counteracting, when the financial system has problems stemming from the bursting of the bubble. In the last section of the article were presented risk management perspectives in order to deal with the possibility of bubble preventing. And policymakers are required to make a discretionary judgment in this situation.

**Keywords:** *financial bubble, Japan, economic history; intensified bullish expectations; asset prices; financial stability, macroeconomic stability.*

В данной статье мы хотели рассмотреть последствия колебания цен на имущество для финансово-экономической стабильности, основанные на опыте Японии в конце 1980-х годов.

Оглядываясь на опыт Японии с конца 1980-х годов, очевидно, что появление и разрастание пузыря сыграло важную роль в экономике. Этот опыт четко указывает на то, что как финансовая, так и макроэкономическая нестабильность тесно связана с крупными колебаниями цен на имущество и встает вопрос о том, каким образом можно рассматривать цены активов при разработке макроэкономической политики.

Что следует отметить относительно опыта Японии, так это то, что именно энтузиазм участников рынка, а не последовательная оценка фундаментальных основ, в значительной степени способствовали сохранению временно высоких цен на имущество в то время. Такой энтузиазм часто называют эйфорией, когда чрезмерно оптимистичные и необоснованные ожидания долгосрочных экономических показателей длятся несколько лет, а затем лопаются.

В ретроспективе, преобладающие ожидания Японии заключались в том, что страна вступила в новую эру экономического развития, которая соответствовала оптимистическим ожиданиям потенциального роста. Впоследствии, данный факт стал камнем преткновения при оценке того, было ли увеличение цен на имущество результатом появления новой экономики или просто эйфории.

Япония пережила три крупных цикла спада цен активов в послевоенный период: (1) бум Ивата во второй половине 1950-х годов; (2) бум проекта премьер-министра Танаки «Реконструкция японского архипелага»; и (3) бум периода Хэйсэй в конце 1980-х - начале 1990-х годов.

Во время бума Ивата, когда экономика Японии вошла в так называемый «период с высокими темпами экономического роста», цены на активы стремительно росли, что отражает улучшение фундаментальных показателей за счет технологических инноваций. Реальный темп экономического роста превысил 10% в год, обусловленный главным образом инвестиционным спросом на технологические инновации, который заменил спрос на восстановление после Второй мировой войны. На ценовом фронте потребительские цены выросли, в то время как оптовые цены оставались в целом стабильными, что привело к так называемой «инфляции различий в производительности».

В период бума «реконструкции японского архипелага» до первого нефтяного кризиса сначала увеличились цены на активы, а затем резко вырос общий уровень цен из-за чрезмерно высокого роста денежной массы и цен на нефть, вызванного первым нефтяным кризисом. Тем временем реальный экономический рост стремительно сокращался, что ознаменовало собой конец периода высокого экономического роста.

В бум периода Хэйсэй цены на активы резко возросли в условиях долгосрочного экономического роста и стабильной инфляции. Okina, Shirakawa, Shiratsuka, (2001) определяют период «пузырей» как период с 1987 по 1990 год, с точки зрения сосуществования трех факторов экономики финансовых пузырей, то есть заметного увеличения цен на

активы, расширения денежных агрегатов и кредитов, а также чрезмерное ускорение экономической деятельности. Особенно характерными явлениями для этого периода были стабильная инфляция ИПЦ одновременно с ростом цен на активы. [5]

Снижение цен на активы первоначально рассматривалось как разрыв пузыря и усиливающий фактор смены экономического цикла. Хотя нельзя отрицать важность циклических аспектов, дальнейшее снижение цен на активы и после середины 1990-х годов, по-видимому, отражает нисходящий сдвиг в циклической модели.

Исходя из вышеизложенного, следует сказать, что пузырь возник из-за сложного взаимодействия различных факторов, названного процессом «усиленных бычьих ожиданий» («intensified bullish expectations»), проиллюстрированного на рисунке 1. Усиленные бычьи ожидания четко наблюдаются в увеличении доходности акций в Японии в период с конца 1980-х до начала 1990-х годов. Как сообщают Okina, Shirakawa & Shiratsuka(2002), ожидаемый темп роста номинального ВВП, рассчитанный по распределению доходности акций в 1990 году, достигает 8 процентных пунктов при стандартном допущении, основанном на коэффициенте дисконтирования. Однако, ввиду низкой инфляции в то время, практически невозможно поверить, что потенциальный темп роста номинального ВВП был близок к 8%. Следовательно, было бы более естественным сделать вывод о том, что высокий уровень доходности в 1990 году отражал усиление бычьих ожиданий, которые в долгосрочной перспективе неустойчивы [5]. Усиленные бычьи ожидания были, несомненно, обоснованы несколькими факторами, которые указывают на возникновение и расширение пузыря:

1. Агрессивное поведение финансовых институтов
2. Прогресс финансового дерегулирования
3. Недостаточное управление рисками со стороны финансовых учреждений
4. Принятие Базельского соглашения о капитале
5. Затянувшаяся кредитно-денежная либерализация
6. Налогообложение и нормативные акты направлены на ускорение роста цен на землю
7. Чрезмерная уверенность и эйфория
8. Чрезмерная концентрация экономических функций в Токио, ставшим международным финансовым центром
9. Следует отметить и то, что риски финансовой и макроэкономической нестабильности увеличиваются во время роста цен на активы, а материализуются уже вследствие снижения таких цен.

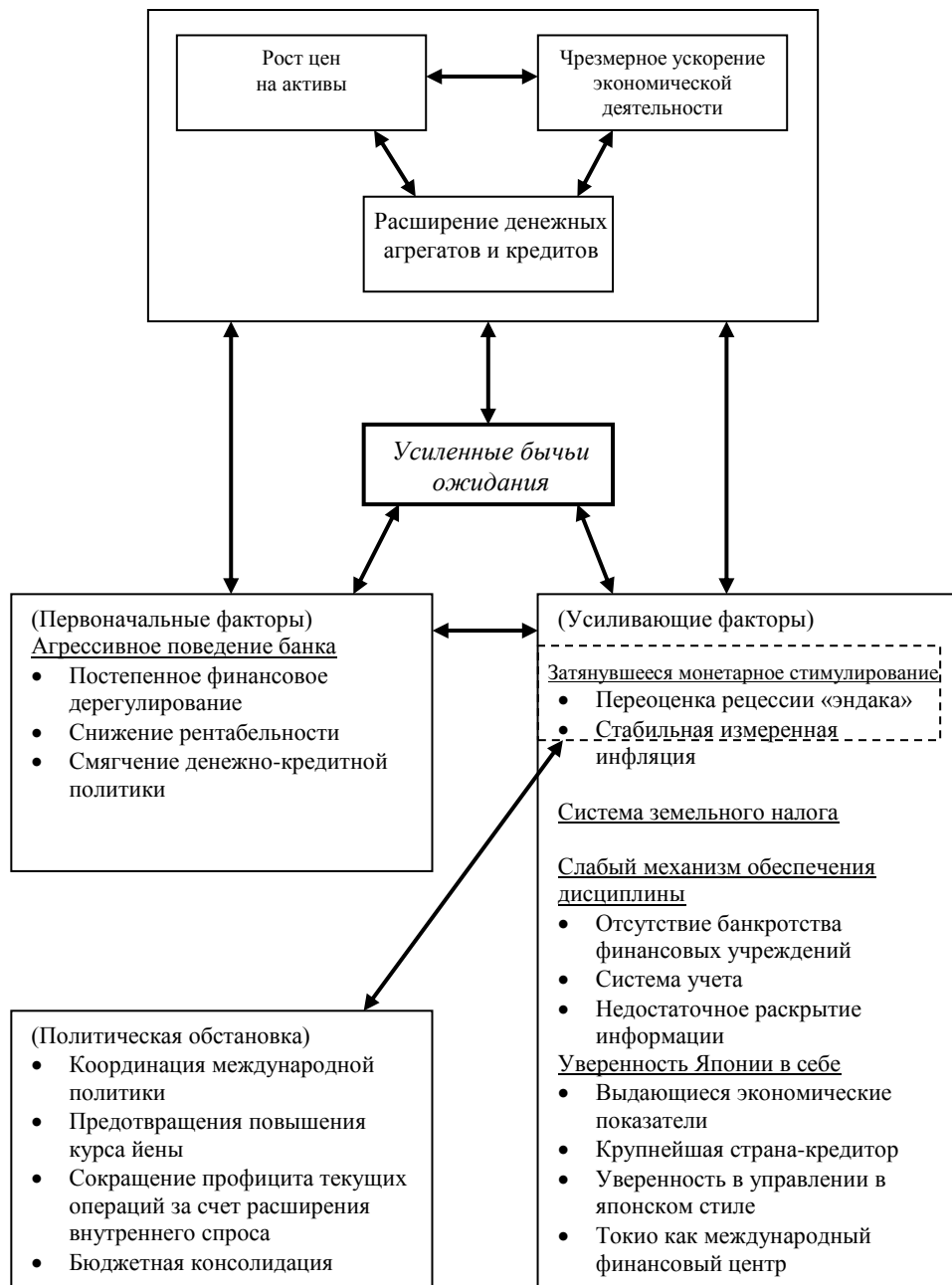
Оглядываясь на опыт Японии, мы можем заметить данную характеристику: последствия финансового пузыря характерно больше в период разрыва, чем в периоде расширения [3].

Рост и падение цен на активы, в рамках финансового пузыря, влияют на

реальную экономическую деятельность по двум составляющим: на потребление через эффект богатства (эффект Пигу) и на инвестиции из-за изменения стоимости залога и чистых активов. Однако в целом рост данных цен положительно влияет на экономику, и сложно выявить какие-либо неблагоприятные последствия.

Но как только в экономике замечен спад, вышеупомянутый благоприятный цикл меняет направление, приводя к тяжелой реакции. Проявляется пагубное воздействие пузыря, которое усиливает нагрузку на реальную сторону экономики и финансовую систему из-за неожиданного изменения цен на активы.

Проблема стабильности финансовой системы, в первую очередь, была связана с резким ростом цен на землю и концентрацией кредитов в недвижимости и смежных отраслях. В течение периода экономического пузыря недвижимость, как правило, служила обеспечением кредита. Однако, если доходность предприятий, финансируемых за счет обеспеченных кредитов, тесно связана с залоговой стоимостью, такие кредиты становятся практически необеспеченными, поскольку прибыль и стоимость залога движутся в одном направлении.



**Рисунок 1. Эффект усиленных бычьих ожиданий в японской экономике пузыря** // Источник: Рисунок 13 Okina, Shirakawa and Shiratsuka (2001).

В этом контексте следует отметить, что взаимодействие рисков принимает различные формы, и нельзя рассматривать такую совокупность как простую сумму рисков, признанных отдельными хозяйствующими

субъектами. Вполне возможно, что именно недостаточное внимание к взаимодействию различных рисков в экономике приводит к их чрезмерной концентрации. Таким образом, важно определять структуру и степень риска для экономики в целом, который может негативно повлиять на устойчивое финансовое и экономическое положение в средне- и долгосрочной перспективе.

Более того, изменения в движении денежных средств и ценах на активы возникают из-за циклических колебаний чистой стоимости компаний, влияющих на агентские издержки и, следовательно, на условия кредитования, которые непосредственно влияют на инвестиционное поведение фирм. Важно отметить, что собственный капитал функционирует как резервный запас против будущих рисков и потерь, и его недостаточность приведет к глубоко негативным последствиям вследствие изменения перспектив экономического роста.

В финансовой системе банки играют роль буфера для кратковременных потрясений, накапливая внутренние резервы, когда экономика устойчива и поглощая потери, связанные с плохими показателями бизнеса или банкротством во время спада деловой активности. Несмотря на то, что некоторые риски не могут быть диверсифицированы только в определенный момент времени, такие риски, тем не менее, могут быть разнообразными с течением времени. Однако для того, чтобы добиться более эффективного распределения рисков в экономике, нужны не только рынки для секторального распределения рисков, но и достаточные размеры резервов, которые будут выступать в качестве буфера для межвременного сглаживания рисков.

Однако такую функцию сглаживания риска в банковском секторе трудно поддерживать в условиях финансовой либерализации и более жесткой конкуренции со стороны финансовых рынков. Межвременное сглаживание требует, чтобы инвесторы отдавали предпочтение более низкой доходности, нежели прибыльным финансовым операциям в определенном периоде, чтобы получить более высокую доходность в других. Однако инвесторы отказались от банковской системы и инвестировали в финансовые рынки, тем самым ухудшив внутренние резервы банков. В результате функция сглаживания риска погибает, как только экономика сталкивается с потрясением, которое разрушает чистый капитал банков в той мере, в какой это угрожает их устойчивости.

Фактически, в эпоху пузырей постепенное финансовое дерегулирование привело к подрыву прибыльности банковского сектора в Японии, что способствовало ухудшению функции сглаживания рисков в банковском секторе. На фоне финансовой либерализации мобилизация средств крупными фирмами была быстро лишена каких-либо ограничений с 1980 года, в то время как банкам было разрешено входить в бизнес ценных бумаг постепенно. Таким образом, банки были очень обеспокоены тем, что крупные фирмы станут менее зависимыми от их финансирования. Тем

временем, поскольку процентные ставки по вкладам также постепенно либеризовались, банки были вынуждены отказаться от депозитов с регулируемыми процентными ставками, и довольно агрессивно выдавали кредиты малым и средним предприятиям под залог недвижимости, а также кредиты, связанные с недвижимостью по низким процентным ставкам. Оглядываясь назад, такое агрессивное кредитование при низких процентных ставках, по-видимому, осуществлялось финансовыми учреждениями, которые подвергались чрезмерным рискам по сравнению с прогнозом прибыли.

В связи с этим следует отметить два момента. Во-первых, банковская финансовая система, как японская, поглощает больше рисков со стороны домашних хозяйств, чем финансовая система на основе рыночной экономики. Таким образом, распределение рисков в экономике должно было быть совсем иным, если бы экономика имела рыночную финансовую систему даже при аналогичном курсе финансово-экономического развития. Во-вторых, банковская финансовая система, как правило, усиливает негативные последствия разрыва пузыря для реальной экономической активности из-за более длительного временного отставания до их материализации.

Последний важный аспект заключается в том, что смягчение денежно-кредитной политики центрального банка в значительной степени несет негативный эффект, в случае возникновения проблем в финансовой системе, связанных с разрывом пузыря. Во-первых, если рассматривать конкретные финансовые показатели на протяжении десятилетия (1990 - 2000 гг.), то денежная база демонстрирует заметный рост (+107,19%), денежная масса растет с низкой ставкой (+45,67%), а банковские кредиты снижаются. Во-вторых, несмотря на то, что кредиты в отраслях обрабатывающей промышленности всегда несут относительно высокую рентабельность, на протяжении 1990-х годов они имели тенденцию к сокращению, тогда как кредиты в сфере недвижимости продолжали расти до 1998 года. [8] [9]

Данное наблюдение предполагает возможность наличия двух механизмов. Во-первых, увеличение количества безнадёжных кредитов подрывает чистый капитал кредитно-финансовых учреждений, что приводит к кризису кредитования (его ограничению). Во-вторых, несмотря на то, что фирмы становятся нерентабельными, финансовые учреждения продолжают кредитовать их для предотвращения материализации убытков (льготное кредитование). В таких условиях кредиты нерентабельным фирмам становятся доступными, и средства не направляются растущим фирмам, сдерживая экономическую активность.

Более того, смягчение денежно-кредитной политики самостоятельно не способно компенсировать потрясения от цикла бума и спада цен на активы. Nagahata, Takashi, and Sekine (2002) доказали, что все-таки можно проследить положительное влияние снижения процентных ставок, однако



таким смягчающим мерам в противовес можно легко поставить негативные последствия, в виде ухудшенных условий баланса как для фирм, так и для банков. [4]

В связи с этим следует подчеркнуть, что после того, как финансовая система окажется в критической ситуации, границы между денежно-кредитной и пруденциальной политикой становятся весьма неоднозначными. Операции на денежном рынке в условиях финансовых кризисов оказывают большую нагрузку на управление ликвидностью, в дополнение к стандартной роли в качестве механизма воздействия денежно-кредитной политики.

Точнее, во время финансовых кризисов банки, как правило, испытывают серьезные трудности не только с кредитованием, но и арбитражем и различными сделками. Это препятствует положительному изменению процентной ставки, как важнейшего канала трансмиссионного механизма, что приводит к сегментации финансовых рынков. Таким образом, для центрального банка чрезвычайно важно регулирование финансовых рынков, которое позволяет восстанавливать ликвидность рынка и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. [1]

#### ***Оценка риска в экономике и устойчивость финансово-экономических условий***

Отправной точкой управления рисками в экономике является их точная оценка с учетом будущей возможности финансовой и макроэкономической нестабильности. Критическим моментом в оценке риска является суждение о возможности структурных изменений в экономике и вхождения в новый экономический цикл, характеризующийся значительным ростом.

Органы, определяющие политический курс, в вышеуказанной ситуации сталкиваются с двумя различными видами риска. Когда производительность труда растет, это отражает изменение в экономической структуре, и сильное ужесточение денежно-кредитной политики, основанное на предположении, что структура экономики не изменилась, будет сдерживать потенциал экономического роста. С другой стороны, продолжение смягчения такой политики позволит пузырям цен на активы расширяться, если структурные изменения в экономике будут восприняты ошибочно.

Учитывая, что заранее невозможно точно определить, какую из двух ошибок разработчики политики более склонны совершить, важно рассмотреть не только вероятность совершения ошибки, но и их относительную стоимость. В этом отношении опыт Японии показывает, что вторая ошибка (когда пузырь ошибочно воспринимается как переходный процесс к «новой экономике», а центральный банк позволяет воспламенить инфляцию) является фатальной по сравнению с первым типом ошибки, когда центральный банк ошибочно ужесточает денежные условия и подавляет потенциал экономического роста.

При оценке рисков в экономике следует подчеркнуть важность

устойчивой финансово-экономической среды. В качестве примера можно привести денежно-кредитную политику, в которой на практике актуален вопрос о том, как достичь стабильности цен для устойчивого экономического роста. Лучшее, что она может сделать для этого - это обеспечить прогнозируемо стабильные цены в долгосрочной перспективе. Однако, пока еще не достигнут консенсус относительно практического толкования стабильности цен.

В этом контексте Shiratsuka (2000) классифицирует мнения относительно стабильности цен на два вида: "измеренная стабильность цен", характеризующаяся конкретным уровнем инфляции (от нуля до двух процентов) и индексом цен, и "устойчивая стабильность цен", не измеряемая определенным уровнем инфляции и делающая упор на достижении стабилизации общественных ожиданий в отношении инфляции. По-видимому, наиболее очевидный способ борьбы центрального банка с экономическими пузырями цен на активы - обеспечение стабильности цен. Однако, возможно, достижение низкой инфляции в краткосрочной перспективе не обязательно обеспечит устойчивую стабильность экономики.[6]

В качестве возможного ориентира для центрального банка, чтобы справиться с колебаниями цен на активы в превентивном порядке можно взять правило Тейлора. Это правило монетарной политики, которое определяет соответствие номинальной процентной ставки изменениям ВВП, темпов инфляции и других макроэкономических показателей. Стандартная интерпретация правила Тейлора заключается в том, что центральный банк имеет две цели по уровню экономической активности: разрыв инфляции и объема производства, относительное значение которых оценивается коэффициентами каждой объективной переменной.[7]

Оценка потенциального ВВП отличалась от оценки оптимистичных ожиданий на тот момент или предполагаемых темпов роста с учетом того, что такие ожидания были не более чем эйфорией. В случае эйфории предполагаемый потенциальный объем производства смещается вверх по мере увеличения экономического роста, что привело к недооценке инфляционного давления с учетом разрыва в объеме производства. Напротив, в случае рационального пузыря, разрыв в производстве оценивается на основе признания того, что потенциальный объем выпуска остается неизменным. Таким образом, участники рынка правильно осознают фактическую величину цен на активы, а также устойчивость в настоящее время к их завышению, что приводит к уже не новому суждению, что повышение цен на активы было полностью результатом эйфории. Таким образом, риск совершения ошибки второго типа возрастает, поскольку экономический рост увеличивается.

Что касается инфляции, то во время периода пузырей индекс потребительских цен был чрезвычайно стабильным до 1987 года, но постепенно начал расти в 1988 году, и в апреле 1990 года он достиг 2%, а в

ноябре 1990 года - 3%.

С точки зрения «устойчивой ценовой стабильности», нужно вспомнить, что экономика Японии переживала дефляцию в результате возникновения финансовых пузырей во второй половине 1980-х годов. Таким образом, можно с уверенностью утверждать, что экономике Японии не удалось сохранить стабильность цен после периода пузыря.

Наконец, рассматривая вопрос о развитии денежных агрегатов, мы можем заметить, что в период пузыря большое увеличение денежной массы и кредитования также сигнализировало о необходимости скорейшего повышения процентных ставок.

В то время как Банк Японии выразил обеспокоенность по поводу увеличения денежной массы на относительно ранней стадии, такая забота, однако, не воспринялась всерьез. Основной причиной этого было отсутствие общего понимания, в том числе со стороны Банка Японии, о том, какие проблемы могут возникнуть в результате массового расширения денежной массы и кредитования. Данное беспокойство в основном базировалось на мнении о том, что такое увеличение в конечном итоге приведет к инфляции. Однако цены не подорожали, хотя денежная масса увеличилась. В результате широко утверждалось, что статистическая взаимосвязь между денежной массой и ценами стала нестабильной, и этот аргумент постепенно проник в широкие массы. Кроме того, продолжающееся дерегулирование процентных ставок по депозитам часто упоминалось в качестве причины статистической нестабильности.

Исходя из опыта Японии, когда денежная масса и кредитование демонстрируют очень большой подъем, мы должны уделять пристальное внимание операциям по проведению денежно-кредитной политики, так как такие высокие колебания могут свидетельствовать о возможности нежелательного развития экономической деятельности. Критической точкой является то, что пузырь цен на активы в Японии был основан на чрезмерно оптимистичных ожиданиях относительно будущего - эйфории. В условиях сохраняющейся стабильности цен потенциальная производительность стремилась вверх по мере продолжительного экономического роста, что привело к возникновению данного эффекта и недооценке инфляционного давления. Тем не менее, рост цен на активы в течение этого периода еще больше ввел в заблуждение по поводу того, было ли такое увеличение следствием появления "новой экономики", или просто эйфория.

В результате, органам, разрабатывающим политический курс, достаточно сложно принять соответствующие политические меры и спрогнозировать верный путь для потенциального роста без оценки того, являются ли ожидания в отношении нового этапа развития эйфоричными или нет. При этом считается важным оценивать финансовую и макроэкономическую стабильность с точки зрения устойчивости. Вместе с тем следует отметить, что никаких правил относительно того, как точно

распознавать структуру и степень рисков в экономике, не существует, поэтому от политиков и экономистов неизбежно требуется вынесение дискреционных суждений.

**Список источников:**

1. Леонтьева Е.Л. Дефляционный кризис в Японии / ИМЭМО РАН / Экономический журнал Высшей школы экономики. 2006. Т.-10. №3. С. 353-402

2. Комаров А.В., Скрипникова М.В. Сопоставление объемов легальной и теневой экономики в России и ведущих странах МИРА за 2005 - 2015 ГГ. //Экономика. Бизнес. Банки. 2017. № 2 (19). С. 9-19.

3. Рожков Ю.В., Дроздовская Л.П. Финансовые «пузыри» и масса риска / М: Дайджест-финансы 2011, №1 - С. 8-17

4. Nagahata, Takashi, and Toshitaka Sekine, "The Effects of Monetary Policy on Firm Investment after the Collapse of the Asset Price Bubble: An Investigation Using Japanese Micro Data," Research and Statistics Department Working Paper No. 02- 3, Research and Statistics Department, Bank of Japan, 2002.

5. Okina, Kunio, Masaaki Shirakawa, and Shigenori Shiratsuka, "The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Experience of Japan's Economy in the Late 1980s and its Lessons," Monetary and Economic Studies, 19 (S-1), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2001, pp. 395-450.

6. Shigenori Shiratsuka, "Is There a Desirable Rate of Inflation? A Theoretical and Empirical Survey," Monetary and Economic Studies, 19 (2), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2001a, pp. 49-83.

7. Taylor, John, B., "Discretion versus Policy Rules in Practice," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, pp. 195-214., а также чрезмерное ускорение экономической деятельности

8. Кноема. Данные широкого показателя денежной массы Японии [Электронный ресурс] URL: <https://кноема.ru/atlas/Япония/topics/Экономика/Финансовый-сектор-Денежная-масса/Широкий-показатель-денежной-массы>

9. Кноема. Япония - Деньги (M1) [Электронный ресурс] URL: <https://кноема.ru/atlas/Япония/topics/Экономика/Финансовый-сектор-Денежная-масса/M1>

**Referenses:**

Leontiev, E. L., Deflationary crisis in Japan [Deflyatsionnyiy krizis v Yaponii] / ИМЭМО / Economic journal of Higher school of Economics. [Ekonomicheskii zhurnal Vysshey shkolyi ekonomiki] 2006. T-10. No. 3. P. 353-402 [in Russian]

Komarov A. V., Skripnikova M. V. Comparison of volumes of legal and shadow economies in Russia and leading countries for 2005 - 2015 years. [Sopostavlenie ob'emov legalnoy i tenevoy ekonomiki v Rossii i veduschih stranah mira za 2005-2015 gg.] //Economy. Business. Banks. [Ekonomika. Biznes. Banki ] 2017. No. 2 (19). Pp. 9-19.

Rozhkov Y. V., Drozdovskaya L. P. Financial "bubbles" and lots of risk [Finansovyye «puzyiri» i massa riska] / M: Digest-Finance [M: Daydzhest-finansyi] 2011, No. 1 Pp. 8-17

Nagahata, Takashi, and Toshitaka Sekine, "The Effects of Monetary Policy on Firm Investment after the Collapse of the Asset Price Bubble: An

Investigation Using Japanese Micro Data,” Research and Statistics Department Working Paper No. 02- 3, Research and Statistics Department, Bank of Japan, 2002.

Okina, Kunio, Masaaki Shirakawa, and Shigenori Shiratsuka, “The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Experience of Japan’s Economy in the Late 1980s and its Lessons,” Monetary and Economic Studies, 19 (S-1), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2001, pp. 395-450.

Shigenori Shiratsuka, “Is There a Desirable Rate of Inflation? A Theoretical and Empirical Survey,” Monetary and Economic Studies, 19 (2), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2001a, pp. 49-83.

Taylor, John, B., “Discretion versus Policy Rules in Practice,” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, pp. 195-214., а также чрезмерное ускорение экономической деятельности

Кноема. Данные широкого показателя денежной массы Японии [Электронный ресурс] URL: <https://кноема.ru/atlas/Япония/topics/Экономика/Финансовый-сектор-Денежная-масса/Широкий-показатель-денежной-массы>

Кноема. Япония - Деньги (M1) [Электронный ресурс] URL: <https://кноема.ru/atlas/Япония/topics/Экономика/Финансовый-сектор-Денежная-масса/M1>