



# Неравенство равносильно задолженности

Майкл Кумхоф и Ромэн Рансьер

**Э**КОНОМИСТОВ давно беспокоила растущая пропасть между странами, которые в большом объеме прибегают к заимствованию на международных рынках, и странами, которые предоставляют кредиты. Они называют это мировыми дисбалансами счетов текущих операций и, особенно со времени начала глобального экономического кризиса в 2007 году, опасаются возможной дестабилизации мировых рынков в случае резкого изменения спроса на валюты стран, накапливающих огромные дефициты. Этого не произошло, по крайней мере пока. На самом деле, кредиторы в основном считают надежным крупнейшего заемщика — Соединенные Штаты.

Но у накопления международных обязательств есть и другой, внутренний аспект. Внутренний долг тоже растет и может достигнуть неустойчивого уровня, что может вызвать внутренние финансовые кризисы.

Почему Соединенные Штаты накопили столь стойкие и значительные дефициты по счету текущих операций — в который входят все неинвестиционные международные операции, включая экспорт и импорт, дивиденды и проценты и денежные переводы, — в какой-то степени спорный вопрос. К объяснениям относятся низкая норма внутренних сбережений, высокие нормы иностранных сбережений, большой спрос на активы США с высокой доходностью со стороны стран с высокими темпами экономического роста, но менее развитыми финансовыми системами, чрезмерное хранение международных резервов в странах с формирующимся рынком из соображений предосторожности и меркантилизма, демографии и производительности, и роль доллара США как мировой резервной валюты. Но феномен стойких значительных дефицитов счета текущих операций не ограничивается Соединенными Штатами; он наблюдается и в ряде других стран с развитой экономикой, особенно англоязычных.

По этой причине в настоящем исследовании мы продолжим работу, о которой рассказывалось в статье «Левэридж и неравенство» (см. *Ф&Р* за декабрь 2010 года), рассматривав-

шей только Соединенные Штаты, с тем чтобы включить измерение открытой экономики. Мы обнаружили, что (см. рис. 1) общей чертой опыта основных стран с дефицитом является резкое усиление неравенства доходов в последние десятилетия, измеряемое долей дохода, достигающегося самым богатым пяти процентам шкалы распределения доходов страны.

Это усиление неравенства способствовало ухудшению совокупного соотношения между сбережениями и инвестициями самых богатых стран по мере заимствования малоимущим и средним классами у богатых и у иностранных кредиторов. Это, наряду с другими вышеупомянутыми факторами, может привести к дефицитам счета текущих операций.

Мы обнаружили, что по мере роста доли доходов верхних пяти процентов с начала 1980-х годов и до конца тысячелетия, сальдо счета текущих операций ухудшались. Например, в Соединенном Королевстве рост доли дохода самых богатых пяти процентов на 8,7 процентного пункта сопровождался ухудшением соотношения счета текущих операций к ВВП на 2,7 процентного пункта.

## Моделирование факторов

Экономическая модель может наглядно проиллюстрировать эти связи между неравенством доходов и дефицитами счета текущих операций. В нашей модели, основанной на расширении модели Kumhof and Rancière (2010) для открытой экономики, домохозяйства разделены на верхнюю 5-процентную группу доходов («верхняя группа») и нижнюю 95-процентную группу доходов («нижняя группа») в стране среднего размера, на которую приходится пять процентов мирового ВВП. Доли совокупного дохода определяются в процессе согласования между двумя группами.

**Усиление неравенства доходов в развитых странах связано с ростом внутренней и внешней задолженности**



Модель исходит из допущения о том, что верхняя группа имеет сильную и устойчивую благоприятную позицию на переговорах, увеличивающую ее долю «экономического пирога», на протяжении начального десятилетнего периода — при соответствующем уменьшении доли нижней группы. (В нашем исследовании рассматриваются только макроэкономические последствия усиления наблюдающегося неравенства; в литературе, как мы указывали в обзоре в предыдущей статье, выявлен ряд различных причин этого явления.)

Верхняя группа получает удовлетворение не только от потребления — ведь потребление человека, «у которого все есть», не безгранично, — но и от накопления богатства, включая финансовое богатство, что означает кредиты нижней группе. Поэтому часть реакции верхней группы на увеличение ее дохода выражается в увеличении кредитов нижней группе. Это позволяет нижней группе продолжать потребление выпуска продукции в экономике несмотря на то, что она зарабатывает значительно меньшую долю доходов. Соответственно, предложение кредита от верхней группы и спрос нижней группы на кредит растут одновременно. Предполагается, что вероятность дефолта нижней группы возрастает с размером долга, который накапливается со временем, таким образом повышая премии за риск.

В результате шока наша модель показывает снижение реальной заработной платы примерно на восемь процентов (относительно тренда роста реальной заработной платы), исходное повышение внутренней ссудной ставки на 80 базисных пунктов и повышение почти на 120 процентных пунктов отношения долга нижней группы к доходам (см. рис. 2, пунктирная линия).

Долг растет на протяжении десятилетий получения доходов ниже тренда, вызванных стойким потрясением. В открытой экономике задачу финансирования спроса нижней группы на заемные средства после негативного шока доходов совместно решают верхняя отечественная группа и иностранцы. Это позволяет верхней группе вкладывать большую часть ее возросшего дохода во внутренние заводы, оборудование и потребление, чем это было бы возможно в закрытой экономике. Но внешним результатом становится ухудшение счета текущих операций, достигающее более одного процента ВВП.

В действительности за ростом дифференциации доходов часто следует политическое вмешательство для поддержки уровня жизни нижней группы, реальные доходы которой не растут. Это обычно делается не путем устранения причин неравенства, таких как ослабление позиции нижней группы на коллективных переговорах или перенос налогового бремени с верхней группы на нижнюю, а скорее стимулированием политики, снижающей стоимость заимствования для физических лиц и финансовых институтов (Rajan, 2010). К этим мерам относятся внутренняя и международная финансовая либерализация, и они оказывают дополнительное давление на счет текущих операций в сторону понижения.

Как показано в моделировании на рис. 2 (сплошная линия), снижение спреда финансового посредничества приводит к значительному более низким ставкам по кредитам, что привлекает большую часть ресурсов верхней группы к финансовым, а не реальным активам. Вначале это позволяет нижней группе поддерживать значительно более высокий уровень своего потребления. Но в долгосрочной перспективе это означает, что верхняя группа вкладывает недостаточно средств в реальные активы, такие как предприятия и оборудование, так что со временем снижается реальная заработная плата нижней группы. В то же время отношение задолженности к доходу растет быстрее, как и дефицит счета текущих операций.

### Нет избытка капитала

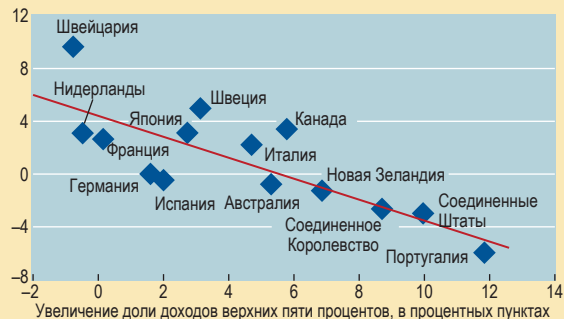
Пользуясь неизменной теоретической основой, мы также рассмотрели причины возможного одновременного улучшения счета текущих операций в других странах, испытавших усиление неравенства, таких как Китай. Мы обнаружили, казалось бы, парадоксально, что усиление внутренней дифференциации доходов также может быть причиной значительных профицитов этих стран помимо реакции на рост заимствования стран с дефицитом.

Рисунок 1

### Неравные дисбалансы

В странах, в которых усилилась дифференциация, наблюдалось соответствующее ухудшение счета текущих операций.

(Изменение отношения счета текущих операций к ВВП, в процентных пунктах)



Источники: Penn World Tables и Top Incomes Database (Atkinson, Piketty).  
Примечание. Изменение с 1979 по 2000 годы для всех стран, кроме Германии (1980–1998), Нидерландов (1981–1999) и Швейцарии (1979–1995).

Рисунок 2

### Снижение доходов, рост задолженности

Усиление дифференциации ведет к снижению реальной заработной платы нижних 95 процентов населения и росту задолженности внутри страны и за рубежом.



Источники: расчеты авторов.

Такая столь различная реакция на дифференциацию возможна в той мере, в которой финансовые рынки в странах с профицитом менее развиты, а потому не позволяют малоимущему и среднему классу отреагировать заимствованием на уменьшение своей доли в совокупных доходах. Вытекающее сокращение внутреннего спроса затем требует модели роста с ориентацией на экспорт, при которой богатые люди вкладывают свой дополнительный доход в иностранные, а не внутренние финансовые активы. В таком случае возможная недальновидная реакция на глобальные дисбалансы заключается в уменьшении этих «финансовых несовершенств» в странах с профицитом.

Но либерализация кредитования без устранения базовых причин дифференциации доходов ведет лишь к росту задолженности в странах с профицитом (остального населения перед богатыми), а не по отношению к остальному миру. Другими словами, произойдет глобальное, а не региональное увеличение внутренней задолженности малоимущего и среднего классов. Несмотря на уменьшение трансграничных финансовых дисбалансов, она ухудшит внутреннее отношение долга к доходам и, таким образом, усилит подверженность кризисам. В долгосрочной перспективе просто невозможно избежать прямого решения проблемы неравенства доходов. Финансовая либерализация в странах с профицитом дает отсрочку, но за счет значительного обострения долговой проблемы в конечном счете.

Многие варианты мер политики по уменьшению дифференциации доходов связаны со сложностями, включающими давление на заработную плату в сторону понижения из-за международной конкуренции, которому трудно противостоять, и опасность вытеснения инвестиций в другие юрисдикции при финансировании снижения налогов на трудовые доходы за счет повышения налогов на доход от капитала. В сфере нало-

гобложения решения могут включать более прогрессивные налоги на трудовые доходы, которые не меняют средние ставки налогов. В альтернативном варианте финансирование снижения налогов на трудовые доходы для всех уровней доходов можно финансировать за счет повышения налогов, не вносящего искажений в экономические стимулы, в том числе при помощи надлежащим образом структурированных налогов на прибыль от инвестиций в землю, природные ресурсы и финансовый сектор. Что касается непосредственного усиления позиций работников на переговорах, трудности этого необходимо сопоставить с потенциально катастрофическими последствиями дальнейших глубоких финансовых и реальных кризисов в случае продолжения сложившихся трендов задолженности домохозяйств с более низкими и средними доходами — как внутренней, так и международной. ■

*Майкл Кумхоф — заместитель начальника отдела, а Ромэн Рансьер — экономист Исследовательского департамента МВФ. Настоящая статья основана на исследованиях авторов, проведенных совместно с Клэр Лебарь, аспиранткой Парижской школы экономики, и Александром Рихтером и Натаном Трокмортонем, аспирантами Университета штата Индиана.*

*Литература:*

*Kumhof, Michael, and Romain Rancière, 2010, "Inequality, Leverage and Crises," IMF Working Paper 10/268 (Washington: International Monetary Fund).*

*Rajan, Raghuram, 2010, Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).*



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2012-2013 program begins in July of 2012. Applications are due by January 1, 2012.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/pepm  
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu