

Восстановление богатства США

Миру, переживающему по поводу сократившегося потребительского спроса, следует также беспокоиться о том, будут ли вновь ставшие экономными домашние хозяйства США откладывать достаточно сбережений

Эван Тэннер и Ясер Абдих

ПОТРЕБИТЕЛИ США, которые ранее были движущей силой роста мирового благосостояния, меньше тратят на покупки и откладывают больше сбережений из-за последствий глобального финансового кризиса, который обратил в прах значительную часть их богатства.

В течение нескольких лет потребители США почти не делали сбережений из заработной платы, но теперь, по мнению многих экономистов и других наблюдателей, они, возможно, навсегда изменили свое поведение. Разработчики политики и экономисты во всем мире беспокоятся, что сокращение мирового спроса вследствие вновь обретенной «прижимистости» потребителей США предвещает медленные темпы подъема мировой экономики. Они считают, что недостаточные уровни их расходов не будут восполнены потребителями в других странах, таких как Китай, или дополнительными капиталовложениями, по крайней мере, в ближайший период.

Но у этой медали есть и обратная сторона. Хотя обеспокоенность мирового сообщества относительно возмещения сократившегося спроса США имеет реальные основания, самим Соединенным Штатам, возможно, следует вместо этого беспокоиться о том, достаточно ли экономно будут вести себя домашние хозяйства. Потребители смогут восстановить свое богатство (то есть, чистую стоимость активов — разность между активами и обязательствами), только за счет роста уровней своих сбережений.

Богатство и инвестиции

Накопление богатства домашних хозяйств имеет важнейшее значение для решения связанной с ними проблемы капиталовложений. Как представляется, чистая стоимость активов и капитальные расходы тесно взаимосвязаны (см. рис. 1). Эта примечательная связь, возможно, объясняется эффектом так называемого финансового акселератора: компании с более прочными балансами могут заимствовать средства (и финансировать капитальные расходы) на более благоприятных условиях. В периоды финансовых трудностей, когда доступ к кредиту ограничен, а уровни прибыли корпораций низки, новые сбережения населения представляют наиболее вероятным источником средств для компаний, стремящихся пополнить свои балансы.

Для устойчивого роста требуется накопление нового капитала. Хотя общее увеличение спроса (включая потребление) может служить предпосылкой для подъема уровней капиталовложений, как говорят нам традиционные теории инвестиций, слабые балансы могут сдерживать этот подъем. Если темпы прироста стоимости капитала и прибыли корпораций не будут столь же высокими, как в предкризисный период, характеризовавшийся завышенными ценами на активы (что маловероятно), компании не будут обладать достаточными внутренними источниками для инвестиций и, скорее всего, должны будут привлечь возросшие сбережения домашних хозяйств для пополнения своих балансов. Наши исследования позволяют предположить, что домашние хозяйства не будут сберегать достаточно средств, что предвещает неблагоприятную долгосрочную перспективу.

Чистая стоимость активов и сбережения населения

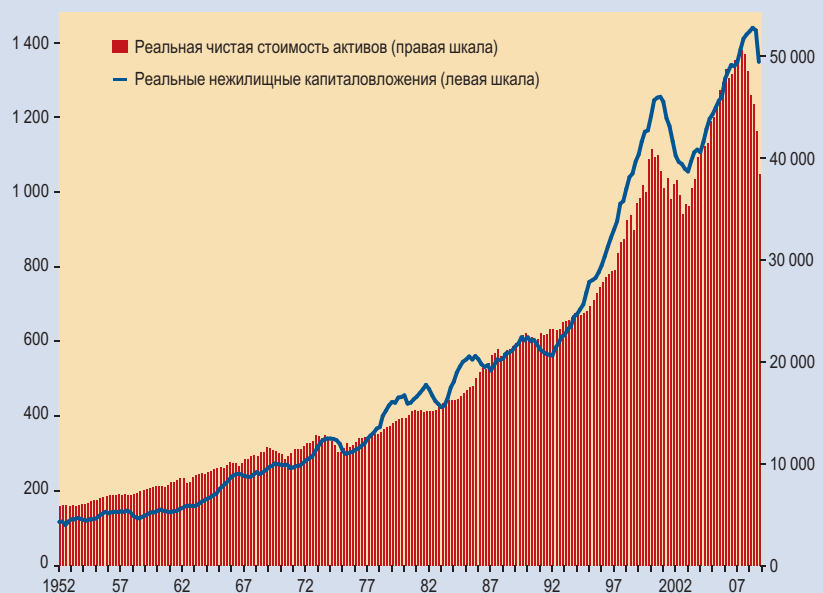
В преддверии текущего кризиса богатство населения США быстро росло за счет стоимости жилья и акций, а также других источников. По мере роста их активов домашние хозяй-

Рисунок 1

Создание богатства

Чистая стоимость активов домашних хозяйств и капиталовложения изменялись параллельно с 1952 по 2008 год.

(Миллиарды долларов в постоянных ценах 2000 года)



Источники: U.S. Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve Board; Haver Analytics.

ства имели возможность постоянно повышать свой уровень потребления и при этом наращивать чистую стоимость своих активов, несмотря на то, что сберегаемая часть заработной платы упала до рекордно низких уровней. Когда стоимость активов обрушилась в 2008 году, домашние хозяйства отреагировали на это снижением потребления и сбережением существенно большей части заработной платы.

Это соответствует историческим тенденциям. Сверх некоторой фиксированной суммы, не зависящей от текущих условий, домашние хозяйства, как правило, потребляют больше при повышении их располагаемого дохода от заработной платы. Однако потребление также связано с доходом от активов. Используя данные за период с 1952 по 2008 год, мы пришли к выводу, что домашние хозяйства США реагировали на изменения своего дохода от активов так же, как сейчас, — осуществляя аналогичные по размеру корректировки сберегаемой части своей заработной платы. Они потребляют меньше, когда доход от активов снижается, и больше, когда он повышается. В долгосрочной перспективе эта компенсирующая корректировка приближается к соотношению один к одному: на каждый доллар прироста дохода от активов потребление повышается, а сберегаемая часть заработной платы снижается на один доллар, и обратное происходит при снижении на один доллар дохода от активов. Именно такое взаимно однозначное соответствие наблюдал экономист Милтон Фридман много лет назад, когда он сформулировал свою теорию оптимального долгосрочного поведения домашних хозяйств — гипотезу перманентного дохода. Однако мы также установили, что потребители обычно очень постепенно производят эту долгосрочную корректировку с течением времени.

Что могло бы произойти с будущими сбережениями и богатством, если бы домашние хозяйства продолжали действовать так, как в среднем за последние полвека? Чтобы выяснить это, мы разработали базисную модель, прогнозирующую будущие уровни потребительских сбережений и накопленного богатства исходя из допущения, что поведение домашних хозяйств будет оставаться по-прежнему неизменным.

В этой базисной модели сберегаемая часть заработной платы сначала повышается после 2009 года, что является непосредственным следствием кризиса. Затем, по мере стабилизации стоимости активов домашних хозяйств, сбережения несколько снижаются. Прогноз принимает горбообразную форму, достигая пика в 2011 году и впоследствии снижаясь. Изменение уровня сбережений от минимума в 2007 году до максимума в 2011 году составило около 2¼ процента валового внутреннего продукта (ВВП). Поскольку в будущем прогнозируется некоторое снижение прибыли по активам относительно завышенных показателей последних лет, чистая стоимость активов домашних хозяйств в базисном сценарии увеличивается относительно текущих уровней — но лишь ненамного.

Новая бережливость?

Однако экономические условия разительно изменились. Возросла неопределенность. Потребители добровольно или вынужденно сокращают долю заемных средств (избавляются от долга), и как никогда отчетливо осознают проблемы рекордных государственных дефицитов. Таким образом, базисная модель, возможно, не дает ясного представления о будущей динамике сбережений. Если вновь утвердился бережливый образ жизни, возможно, следует ожидать, что потребители США будут постоянно сберегать больше. Насколько больше? По словам главного экономиста МВФ Оливье Бланшара, экономисты в состоянии сделать лишь «наиболее вероятное предположение» (Blanchard, 2009).

Мы попытались выяснить, насколько потребители должны увеличить сбережения, чтобы восстановить чистую стоимость их активов до уровней, соответствующих более благополучным (докризисным) периодам. Мы приняли допущение, что домашние хозяйства будут повышать свои сбережения на

некоторую фиксированную величину относительно базисного прогноза в каждом периоде. Однако после этого разового изменения уровни сбережений, как и в базисной модели, будут оставаться привязанными в пределе к доходу от активов.

Чистая стоимость активов к 2018 году

Мы калибровали наши гипотетические изменения динамики сбережений, чтобы привести наши прогнозы за первый год в приблизительное соответствие со средними показателями предыдущих периодов: 1990-х, 1980-х годов, и, что наиболее показательно, «экономных» 1950-х – 1970-х годов. Чтобы воспроизвести динамику 1990-х годов, прирост сбережений должен был бы быть еще больше базисной корректировки, примерно на 3,3 процента ВВП. Чтобы достичь уровня 1980-х годов, нужно повысить сбережения примерно на 6,3 процента ВВП, а чтобы воспроизвести уровень 1950-х – 1970-х годов, приблизительно на 9 процентов ВВП. Во многом аналогично базисному сценарию, наши альтернативные прогнозы сбережений также имеют горбообразную форму. Сбережения достигают пика в 2011 году и затем снижаются. Потребление, резко сокращающееся при этих сценариях большей экономики, постепенно восстанавливается, но остается ниже базисных уровней в течение многих лет.

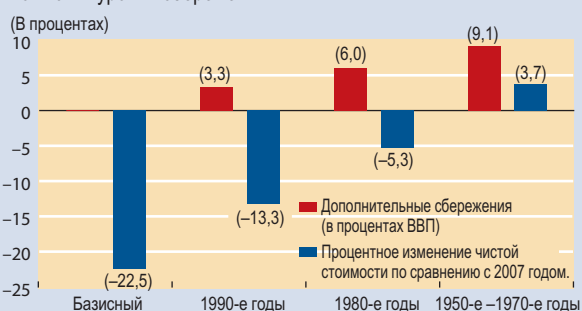
Поскольку уровень сбережений при этих более «экономных» сценариях выше, чем в базисном прогнозе, чистая стоимость активов домашних хозяйств будет расти быстрее. Если домашние хозяйства США сейчас начнут сберегать больше, какова будет чистая стоимость активов в 2018 году в сравнении с достигнутым в 2007 году максимальным уровнем 46 триллионов долларов США (в постоянных ценах 2000 года)? В базисном сценарии чистая стоимость активов домашних хозяйств будет примерно на 22 процента ниже этого пика. Следуя сценариям 1990-х и 1980-х годов, чистая стоимость активов также остается ниже пика (приблизительно на 13 процентов и 5 процентов соответственно). Согласно сценарию 1950-х – 1970-х годов, прогнозируется, что чистая стоимость активов почти на 4 процента превысит пик 2007 года (см. рис. 2).

Базисный прогноз представляет медианный сценарий: в вероятностном выражении, равновероятно, что чистая стоимость активов в 2018 году будет выше или ниже этого прогноза. Вероятность того, что чистая стоимость активов в 2018 го-

Рисунок 2

Восстановление чистой стоимости активов

Чтобы к 2018 году чистая стоимость активов домашних хозяйств США вернулась к уровню 2007 года, они должны резко повысить уровни сбережений.



Источники: Federal Reserve Board; Haver Analytics и расчеты авторов.

Примечание. Чистая стоимость активов представляет собой активы домашних хозяйств за вычетом обязательств домашних хозяйств. Нулевая линия представляет чистую стоимость активов домашних хозяйств США в 2007 году. Базисный сценарий, отражающий поведение населения в области сбережений, прогнозирует, что сберегаемая часть заработной платы возрастет в ближайший период приблизительно на 2¼ процента ВВП. В этом случае к 2018 году чистая стоимость активов будет более чем на 20 процентов ниже докризисного уровня. В случае увеличения на сумму, эквивалентную 3,3 процента ВВП, сберегаемая часть заработной платы будет приблизительно равна уровням 1990-х годов, при увеличении на 6 процентов — уровням сбережений 1980-х годов, а в случае прироста на 9,1 процента — уровням 1950-х–1970-х годов. Только в последнем сценарии чистая стоимость активов домашних хозяйств США к 2018 году превысила бы уровень 2007 года.

ду будет равна или больше прогнозов с максимальным уровнем бережливости, составляет менее 50 процентов. Например, имеется 25-процентная вероятность того, что чистая стоимость активов домашних хозяйств будет равна или больше показателей, предусмотренных сценарием 1950-х – 1970-х годов.

Сбережения: новые ресурсы для инвестиций

Значительная часть новых сбережений домашних хозяйств в настоящее время идет на покрытие рекордно высоких государственных заимствований и восполнение недостатка корпоративных сбережений. По-видимому, потоки новых сбережений не будут немедленно направляться на новые капитальные расходы. Ожидается, что в среднесрочной перспективе спрос на инвестиции будет оставаться пониженным из-за больших запасов непроданного жилья, низкого коэффициента использования капитала и ослабленной финансовой системы. В этот промежуточный период новые сбережения домашних хозяйств помогут восстановить чистую стоимость активов как домашних хозяйств, так и компаний.

Вместе с тем, когда в экономике начнется подъем, эти возросшие балансы помогут поддерживать уровни инвестиционных расходов. Как мы видели на рис. 1, инвестиции в нежилищные активы и чистая стоимость активов повышаются и снижаются совместно.

В результате явления, называемого «финансовым акселератором», повышение чистой стоимости активов помогает сократить определенные издержки, связанные с финансовым посредничеством (Bernanke, Gertler, and Gilchrist, 1999). Например, сбережения домашних хозяйств могут использоваться для покупки корпоративных акций, что и происходит в последние месяцы. В этом случае чистая стоимость активов домашних хозяйств и нефинансовых корпораций изменяется в tandem. Некоторые компании используют поступления от

продажи акций для накопления наличных денег и депозитов как в иностранной, так и в национальной валюте. Такие активы могут служить залоговым обеспечением и снижать стоимость внешнего заимствования. Ввиду этого отнюдь не удивительно, что между чистой стоимостью активов и капиталовложениями существует положительная взаимосвязь.

Однако любое положительное воздействие возросших балансов на инвестиции, скорее всего, не произойдет немедленно. И поскольку потребители, вероятно, не будут делать достаточных сбережений, существует риск того, что чистая стоимость активов США будет стагнировать в течение нескольких лет, что отрицательно скажется на достижении долговременного, устойчивого подъема. Разумеется, подъему экономики могут препятствовать и другие факторы: низкие темпы роста производительности, неопределенность в экономике, неэффективная финансовая система, сдерживаемая необслуживаемыми активами, и чрезмерный государственный долг с сопутствующим бременем для бюджета. По поводу всех этих проблем действительно стоит беспокоиться. ■

Эван Тэннер — старший экономист Института МВФ, а Ясер Абдих — экономист Департамента стран Ближнего Востока и Центральной Азии МВФ.

Литература:

- Abdih, Yasser, and Evan Tanner, 2009, "Frugality: Are We Fretting Too Much? Household Savings and Assets in the United States," *IMF Working Paper 09/197* (Washington: International Monetary Fund).
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist, 1999, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," in *Handbook of Macroeconomics, Vol. 1*, ed. by John B. Taylor and Michael Woodford (Oxford: Elsevier), pp. 1341–93.
- Blanchard, Olivier, 2009, "Sustaining a Global Recovery," *Finance & Development, Vol. 46, No. 3*, pp. 8–12.



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 2010-2011 program begins in July of 2010. Applications are due by January 1, 2010.

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