

# Замедленный рост в будущем

Дж. Брэдфорд Делонг



Дж. Брэдфорд Делонг — профессор экономики в Калифорнийском университете в Беркли.

**В**Ы читаете эту статью потому, что происходит длительное и неуклонное снижение номинальных и реальных процентных ставок по всем видам безопасных инвестиций, таких как казначейские ценные бумаги. Это снижение привело к возникновению мира, в котором, как выразился экономист Элвин Хансен, наблюдавший аналогичную ситуацию в 1938 году, мы видим «чахлые подъемы... которые умирают в младенчестве, и спады... которые сами себя подпитывают и оставляют безнадежную, по-видимому, не меняющуюся базовую безработицу...»

Иными словами, речь идет о мире долговременной стагнации. Профессор Гарвардского университета Кеннет Рогофф считает, что это преходящий этап — что через девять лет никто не будет говорить о долговременной стагнации. Возможно. Но баланс вероятностей указывает в другую сторону. Участники финансовых рынков не предполагают, что эта проблема исчезнет в течение, по крайней мере, одного поколения.

Это долгосрочное снижение процентных ставок по безопасным активам вызывают и продолжают вызывать восемь усиливающих друг друга факторов:

- 1. Больше неравенство доходов**, которое приводит к чрезмерному увеличению сбережений, поскольку богатые не могут придумать другие виды применения своих средств;
- 2. Технологическая и демографическая стагнация**, которая снижает прибыль от инвестиций и приводит к слишком значительному сокращению расходов на требуемые инвестиции;
- 3. Нерыночные субъекты**, предъявляющие высокий спрос на безопасные ликвидные активы, который вызван не оценками рыночного риска и прибылью, а политическими факторами;
- 4. Коллапс возможностей принимать риск**, поскольку ослабленный финансовый сектор имеет чрезмерно высокий уровень заемных средств и не может вести мобилизацию сбережений, создавая тем самым большой разрыв между прибылью по рискованным инвестициям и прибылью по безопасным государственным долговым обязательствам;
- 5. Очень низкая фактическая и ожидаемая инфляция**, что означает, что даже нулевая номинальная процентная ставка по безопасным активам слишком высока, чтобы сбалансировать требуемые инвестиции и планируемые сбережения при полной занятости;
- 6. Ограниченный спрос на инвестиционные товары в сочетании с быстрым снижением цен на эти товары**, что создает слишком сильное понижательное давление на потенциальную рентабельность сектора инвестиционных товаров;
- 7. Сбой рынка в информационной экономике**, что означает, что рынки не могут надлежащим образом вознаграждать инвестирующих в новые технологии, даже если эти технологии обеспечивают огромную социальную отдачу, что, в свою очередь, снижает норму прибыли от инвестиций в частном секторе и при-

водит к слишком значительному сокращению расходов на требуемые инвестиции;

**8. Повышение барьеров для конкуренции, обусловленных технологиями и извлечением ренты**, что делает инвестиции нерентабельными для новых участников и создает возможности каннибализации рынка для существующих участников.

В результате, ставки находятся настолько близко к нулю, что центральные банки больше не могут с легкостью и результативно действовать для поддержания полной занятости за счет снижения процентных ставок во время спадов. Центральные банки, как правило, (и весьма результативно) действуют за счет купли-продажи облигаций за наличные, с тем чтобы стимулировать расходы на инвестиции, обеспечивая повышение стоимости активов в будущем и поощряя расходы на потребление, вызывая у людей ощущение того, что они стали богаче. Но когда для снижения процентных ставок практически нет возможностей, центральные банки вынуждены использовать новые, сомнительные и намного менее действенные инструменты, пытаясь направить экономику в нужное русло.

Масштабы этого снижения ставок по безопасным активам с 1990 года видны на примере казначейских ценных бумаг США. Краткосрочные процентные ставки в годовом выражении сократились с 4 процентов до 1,2 процента в реальном выражении (с поправкой на инфляцию) и с 8 до 0,5 процента в номинальном исчислении, при этом долгосрочные ставки также снижались вслед за краткосрочными.

Естественной реакцией на эту долговременную стагнацию является проведение правительствами более экспансионистской налоговой политики и политики в области (бюджетных) расходов. Когда процентные ставки являются низкими и, как ожидается, останутся низкими, все виды государственных инвестиций — от мостов до фундаментальных исследований — становятся крайне привлекательными в плане соотношения выгод и издержек, а уровни государственного долга должны повыситься, с тем чтобы государство воспользовалось низкой стоимостью заимствования и предоставило инвесторам безопасные механизмы сбережения (государственные облигации), которые они ценят. Лоуренс Саммерс из Гарвардского университета утверждает, что процентные ставки настолько низки, что неспособность центральных банков проводить эффективную денежно-кредитную политику стала хронической. По его словам, он не видит признаков того, что мы выйдем из этого состояния в течение одного поколения, поэтому нам следует принять надлежащие меры бюджетной политики, которые обеспечат благоприятствующие росту инвестиции, которые частный сектор не желает осуществлять.

Критики тезиса Саммерса о долговременной стагнации упускают из виду общую картину. Каждый, по-видимому, сосредоточивает внимание на одном из восьми факторов, определяющих снижение процентных ставок, а затем утверждает, что этот фактор скоро исчезнет или по каким-либо эксцентричным причинам является приемлемым.

С начала века страны Северной Атлантики потеряли десятилетие того, что мы считали нормальным экономическим ростом, при этом важнейшую роль сыграла долговременная стагнация. Через девять лет мы, вероятно, не будем больше говорить о долговременной стагнации, но только в том случае, если что-нибудь предпримем для борьбы с ней. ■