

Принятие долговременной стагнации как реального факта

В условиях замедленного роста, низких процентных ставок и отсутствия инфляции требуются новые подходы

Лоуренс Г. Саммерс



ФОТО: RALPH ALSWANG

ФУНДАМЕНТАЛЬНОЕ РАЗЛИЧИЕ между теориями естественных наук и общественных наук состоит в том, что первые, если они состоятельны, верны всегда и везде. Применимость экономических теорий, напротив, зависит от контекста. К тому моменту, как Мальтус сформулировал теорию доступности продовольствия, она уже действовала на протяжении тысячелетий, но утратила свою состоятельность после промышленной революции. Идеи Кейнса были гораздо более применимы во время Великой депрессии, чем в условиях инфляции 1970-х годов.

Я все больше убеждаюсь в том, что общепринятые макроэкономические теории, постулирующие, что денежно-кредитная политика способна задавать уровень инфляции, могут быть непригодны в текущей экономической реальности, а следовательно, предлагают ошибочные решения. Они не смогли предвидеть ни дефляционное замедление роста в Японии, начавшееся в 1990 году, ни мировой финансовый кризис, медленное восстановление и инфляцию ниже целевых показателей на протяжении последующего десятилетия, ни экономическую приемлемость высоких

уровней государственного долга при очень низких реальных процентных ставках.

Понимание этих событий и определение эффективных ответных мер, вероятно, потребуют от экономистов разработки того, что может быть названо «новой старой кейнсианской экономической теорией», на основе идеи долговременной стагнации, выдвинутой Элвином Хансеном в период Великой депрессии. В данной статье излагаются аргументы в пользу новых подходов к проблемам макроэкономики, в обоснование чего подчеркиваются важные структурные изменения в экономике промышленно развитых стран, объясняется концепция долговременной стагнации и делаются некоторые выводы применительно к проводимой политике.

Дефицит инвестиций

Если современные тенденции не изменятся, численность населения трудоспособного возраста в промышленно развитых странах сократится при жизни следующего поколения, и численность населения трудоспособного возраста в Китае также сократится. В то же время тенденции более активного участия женщин в рабочей силе привели, например, к тому, что теперь в США занято больше женщин, чем мужчин.

В результате таких демографических изменений исчезает спрос на новые средства производства для оснащения и размещения растущей рабочей силы. Данная тенденция подкрепляется следующим наблюдением: сумма сбережений, необходимых для приобретения определенного количества средств производства, резко сократилась, поскольку резко снизилась относительная стоимость оборудования, особенно в области информационных технологий (ИТ). Сегодня «айфон», стоящий 500 долларов, обладает большей вычислительной мощностью, чем суперкомпьютер Сгау еще поколение назад. Помимо снижения стоимости средств производства, данная динамика их цен сдерживает инвестиции.

С революцией в области ИТ также связано более широкое разукрупнение экономики. Электронная коммерция привела к снижению спроса на торговые центры, а облачные технологии сократили спрос на рабочие помещения, устранив необходимость в шкафах для документов и создав возможность персонализировать офисы нажатием кнопки, вплоть до размещения семейных фотографий на стенах.

Я все больше убеждаюсь в том, что общепринятые макроэкономические теории, постулирующие, что денежно-кредитная политика способна задавать уровень инфляции, могут быть непригодны в текущей экономической реальности.

Добыча нефти и природного газа методом гидроразрыва требует гораздо меньших капиталовложений, чем традиционные технологии бурения, а ИТ значительно упростили планирование геологоразведочных работ, способствуя дальнейшему снижению спроса на инвестиции.

Технологии теперь обеспечивают возможности совместного пользования (шеринга) всем — от квартир (Airbnb) до самолетов (NetJets), одежды (Rent the Runway) и автомобилей (Uber), что невозможно было представить еще десятилетие назад. Новые поколения стремятся жить в квартирах без избытка мебели, а не в больших домах.

Многие утверждают, что сила монополий возросла, по крайней мере в США, а это в целом препятствует новым инвестициям. Между тем все менее упорядоченное распределение права вето сдерживает инвестиции в общественную инфраструктуру, которые в чистом выражении составляют в США менее половины прежних объемов.

Результатом всех этих процессов является то, что спрос на инвестиции значительно сократился, независимо от уровней процентных ставок.

Избыточные сбережения

В то время как спрос на инвестиции снизился, сбережения в силу совокупности ряда факторов увеличились. Лица с более высокими доходами, которые более склонны к сбережениям, получают больше поступлений. Возросшая прибыльность корпораций в сочетании с более низкими процентными ставками ведет к увеличению их нераспределенной прибыли.

Рост неопределенности, связанный с усиливающимися сомнениями относительно способности правительства выполнять пенсионные обязательства, а также больший риск повышения налогов в будущем также стимулируют накопление сбережений. Аналогичным образом меньший ожидаемый будущий рост доходов также повышает потребность в будущих сбережениях.

Более строгое финансовое регулирование и его последствия означают, что домашним хозяйствам становится сложнее привлечь заемные средства и расходовать их, что приводит к увеличению совокупных сбережений. Это может происходить в связи с положениями о защите потребителей, например, когда из-за требований более высокого первоначального взноса сокращается ипотечное заимствование, или в связи с нормативной нагрузкой на финансовых посредников, например, более высокими требованиями в отношении размера капитала.

Таким образом, структурные изменения в экономике способствовали как увеличению сбережений, так и сокращению инвестиций.

Долговременная стагнация

Исходя из несколько иной совокупности факторов, экономист Гарвардского университета Элвин Хансен назвал неспособность частных инвестиций поглощать в полном объеме частные сбережения «долговременной стагнацией», поскольку такое положение создает угрозу недостаточного спроса.

Если в последние годы действительно устанавливается долговременная стагнация, то следует ожидать проявления ряда симптомов. Во-первых, высокое предложение сбережений и низкий уровень спроса должны сопровождаться низкими процентными ставками. И в самом деле, реальные ставки, измеряемые практически по любой методике, на протяжении последних 20 лет демонстрируют тенденцию снижения, в то время как бюджетные дефициты возрастают. Именно это можно было наблюдать в случае отрицательных процентных ставок в реальном выражении, установившихся в промышленно развитых странах, несмотря на резкое увеличение государственного долга.

Во-вторых, следовало бы ожидать, что трудности, связанные с поглощением сбережений, приведут к снижению темпов роста и осложнят достижение целевого показателя инфляции. Именно это и наблюдалось. В настоящее время рынки не ожидают, что какая-либо из промышленно развитых стран достигнет целевого показателя инфляции на уровне 2 процентов. Несмотря на беспрецедентно низкие процентные ставки и рекордные уровни дефицита после более чем десяти лет с начала восстановления экономики, рост остается вялым. Примечательно, что, вопреки мнениям наблюдателей, объясняющих низкие ставки в период после рецессии различными сдерживающими факторами, центральные банки не видят возможности повысить ставки и продолжают рассчитывать на динамику восстановления.

В-третьих, неудовлетворительные показатели роста сочетаются с удивительной устойчивостью низких значений инфляции. Студентов-экономистов с самого начала учат тому, что сокращение количества и снижение цен свидетельствуют о снижении спроса. Если, как многие предполагают, основной причиной стагнации являются неудовлетворительные показатели производительности, следовало бы ожидать повышения, а не падения цен. В отсутствие чрезвычайных мер политики не исключена возможность дефляции.

В-четвертых, период медленного роста и дефляции также совпал с периодом инфляции цен на активы. Индексы фондовых рынков в США возросли в четыре раза со времени кризиса, а реальные цены на жилье почти вернулись к прежним пиковым уровням. Именно этого и следует ожидать в условиях долговременной стагнации, когда обильные сбережения вливаются в существующие активы, в результате чего повышаются, например, коэффициенты цена/прибыль по акциям и цена/арендная плата в секторе недвижимости, и уменьшаются премии по долгосрочному долгу.

Я не знаком ни с какой другой теорией, которая могла бы объяснить вялый рост в условиях гиперэкспансионистской политики и стремительного ускорения роста кредитов в частном секторе. Отсутствие роста производительности должно было бы привести к повышению цен на товары и снижению инфляции цен на активы. Повышенный риск и неопределенность должны приводить к снижению, а не увеличению мультипликаторов цен активов. Любые временные последствия финансового кризиса должны приводить к сокращению кредитной экспансии и к резкой кривой доходности, в отличие от того, что мы наблюдали.

Что делать?

Демография может предопределять судьбу. Демографическим процессам сопутствует целый ряд других факторов, способствующих созданию ситуации с избыточными сбе-

режениями и проблемой абсорбции. Перед нами зеркальное отражение макроэкономических проблем, с которыми нам приходилось иметь дело на протяжении десятилетий.

Центральные банки, действуя в соответствии со своим мандатом, должны повышать, а не снижать инфляцию. Обеспечение реализации потенциала экономики является задачей, которая логически предшествует расширению данного потенциала. И низкие, и высокие ставки в равной мере создают риски для финансовой стабильности. В среднесрочной перспективе проблема состоит в обеспечении полного поглощения сбережений, а не в вытеснении инвестиций.

В то же время центральные банки — при уже отрицательных ставках в Японии и Европе и ставках, не достигающих двух процентов в США, — едва ли обладают существенным потенциалом, по крайней мере по историческим меркам, для ответных мер в случае неблагоприятных шоков. Обычно для противодействия спадам в промышленно развитых странах ставки снижались примерно на 5 процентных пунктов.

Чтобы решать новые проблемы, необходимо в первую очередь их признать. Это означает, что пора принять долговременную стагнацию как реальный факт, посвятив обсуждение политики связанным с ней проблемам. **ФР**

ЛОУРЕНС Г. САММЕРС — профессор кафедры им. Чарльза У. Элиота Гарвардского университета.

**ВСЕ ПУБЛИКАЦИИ МВФ
В ИНТЕГРИРОВАННОЙ
СРЕДЕ С УДОБНОЙ НАВИГАЦИЕЙ,
ИНТУИТИВНЫМ ПОИСКОМ
И ИНДИВИДУАЛЬНЫМИ
НАСТРОЙКАМИ ПОЛЬЗОВАТЕЛЯ.
ELIBRARY.IMF.ORG**

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД