

Леверидж и неравенство

Долгие периоды неравенства доходов поощряют заимствование у богатых, что повышает риск крупных экономических кризисов

Майкл Кумхоф и Ромэн Рансьер



ЗА последние 100 лет США испытали два крупных экономических кризиса — Великую депрессию 1929 года и Великую рецессию 2007 года. Возможно, что неравенство доходов сыграло определенную роль в возникновении обоих кризисов. Мы говорим об этом потому, что существуют два примечательных сходства между эпохами, которые предшествуют этим кризисам: резкое повышение неравенства доходов и резкий рост отношения между долгом и доходами домашних хозяйств.

Взаимосвязаны ли эти два факта? Эмпирические данные и соответствующая теоретическая модель (Kumhof and Ranciere, 2010) показывают, что они взаимосвязаны. Когда богатые предоставляют в кредит значительную часть своего добавочного дохода малоимущим и среднему классу — что, как представляется, происходило в течение длительных периодов, предшествовавших обоим кризисам, — и когда неравенство доходов возрастает в течение нескольких десятилетий, отношение долга к доходам увеличивается в значительной степени для того, чтобы повысить риск крупного кризиса.

Сдвиги в благосостоянии

Мы рассмотрели изменение доли совокупного дохода, контролируемого домашними хозяйствами США, которые составляют верхние 5 процентов по шкале доходов, в сравнении с отношением долга к доходам домашних хозяйств в периоды, предшествовавшие 1929 и 2007 годам (см. рис. 1). Доля доходов верхних 5 процентов увеличилась с 24 процентов в 1920 году до 34 процентов в 1928 году и с 22 процентов в 1983 году до 34 процентов в 2007 году (мы использовали меньшее число лет до 1929 года, чем до 2007 года, так как более ранние данные были сильно искажены в связи с Первой мировой войной). В те же два периода отношение долга к доходам домашних хозяйств резко возросло. Оно почти удвоилось между 1920 и 1932 годами, а также между 1983 и 2007 годами, достигнув гораздо более высокого уровня (139 процентов) во второй период.

В более недавний период (1983–2007 годы) различие между уровнем потребления богатого насе-

ления и уровнем потребления малоимущих и среднего класса увеличилось не в столь же высокой степени, что и различия в доходах этих двух групп. Для малоимущих домашних хозяйств и домашних хозяйств среднего класса единственным способом поддерживать высокий уровень потребления в условиях неизменных доходов было заимствование (см. рис. 2).

Другими словами, показанный на рис. 1 прирост отношения долга к доходам был сконцентрирован в группе домашних хозяйств малоимущих и среднего класса. В 1983 году отношение долга к доходам верхних 5 процентов домашних хозяйств составляло 80 процентов; для нижних 95 процентов это отношение составляло 60 процентов. Через двадцать пять лет сложилась резко противоположная ситуация: для верхних 5 процентов это отношение составляло 65 процентов, а для нижних 95 процентов — 140 процентов.

Очевидно, что малоимущие и средний класс противодействовали сокращению своих относительных доходов, заимствуя средства для поддержания более высокого уровня жизни; одновременно с этим богатые слои населения накапливали все больше активов и инвестировали средства в активы, которые были обеспечены кредитами, предоставленными малоимущим. Неравенство потребления, более низкое, чем неравенство доходов, привело к значительно большему неравенству благосостояния.

Для малоимущих домашних хозяйств и домашних хозяйств среднего класса единственным способом поддерживать высокий уровень потребления в условиях неизменных доходов было заимствование.

Более высокая задолженность нижней группы по доходам имеет последствия как для размера финансовой индустрии США, так и для ее уязвимости по отношению к финансовым кризисам. Большая зависимость нижней группы от долга, а также повышение благосостояния верхней группы породили более высокий спрос на финансовое посредничество.

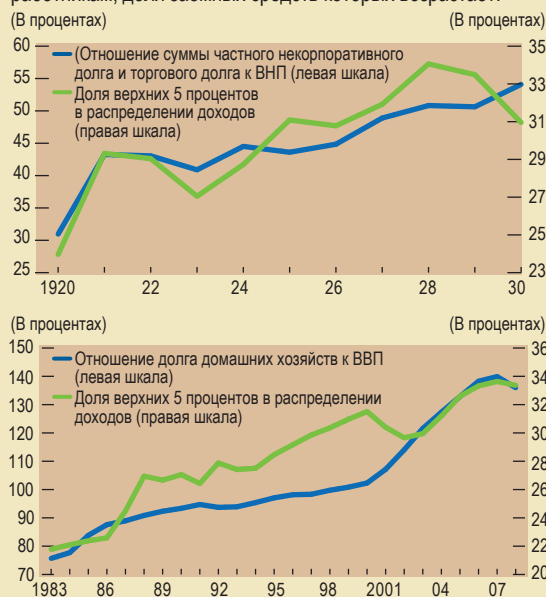
В период между 1981 и 2007 годами финансовый сектор США быстро расширялся: отношение частного кредита к валовому внутреннему продукту (ВВП) более чем удвоилось: с 90 до 210 процентов. Доля финансовой индустрии в ВВП увеличилась в два раза: с 4 до 8 процентов. С увеличением долга экономика стала более уязвимой к финансовому кризису. Когда кризис в конце концов разразился в 2007–2008 годах, он принес с собой широчайшую волну дефолтов; 10 процентов ипотечных кредитов оказались просроченными, а объем производства резко сократился.

Разумеется, существуют и другие возможные объяснения причин кризиса 2007 года, и многие авторы подчеркивали роль излишне мягкой денежно-кредитной политики, чрезмерной финансовой либерализации и вздутых цен на активы. Как правило, делается вывод, что эти факторы имели большое значение в годы, непосредственно предшествовавшие кризису, когда отношение долга к доходам возрастало более резко, чем раньше. Но можно также утверждать, как показано в работе Rajan (2010), что это в значительной мере было лишь проявлением основополагающей и более долгосрочной динамики, определяемой неравенством доходов. Аргумент Раджана состоит в том, что растущее неравенство доходов создавало политическое

Рисунок 1

Предоставление в кредит располагаемого дохода

По мере роста неравенства богатые предоставляют кредиты работникам, доля заемных средств которых возрастает.



Источники: Министерство торговли США, Statistical Abstract of the United States (верхняя панель); Picketty and Saez, 2003 (доли доходов, нижняя панель); и Правление Федеральной резервной системы, база данных по потокам средств (отношение долга к ВВП).
Примечание. Доходы не включают прирост суммы капитала.

Рисунок 2

Увеличение задолженности

Работники заимствовали все больше средств, которые предоставляют им в кредит владельцы капитала из своих растущих располагаемых доходов.



Источники: расчеты авторов, основанные на имитационном моделировании.

давление — не в сторону коренного изменения этого неравенства, а, напротив, в сторону поощрения дешевого кредита для поддержания спроса и создания рабочих мест на устойчивом уровне, несмотря на неизменные доходы.

Моделирование фактов

Экономическая модель может четко проиллюстрировать эти связи между неравенством доходов, леввериджем и кризисами. В нашей модели имеется ряд новых черт, которые отражают вышеизложенные эмпирические факты. Во-первых, домашние хозяйства разделены на первую группу, составляющую верхние 5 процентов по доходам (назовем их «владельцами капитала»), которая получает все свои доходы от прибыли на основные фонды в экономике и от процентов по кредитам, и на вторую группу, составляющую оставшиеся 95 про-

центов («работники»), которые зарабатывают доходы в форме заработной платы. Во-вторых, заработная плата определяется в процессе переговоров между владельцами капитала и работниками. В-третьих, все домашние хозяйства озабочены тем, сколько они потребляют, но владельцы капитала озабочены также тем, каким объемом капитала (физического капитала и финансовых активов) они владеют. Это означает, что когда доходы владельцев капитала возрастают за счет работников, они направляют их на увеличение потребления, в сочетании с повышением инвестиций в физический капитал и повышением инвестиций в финансовые активы. Последние складываются из более круп-

ных кредитов работников (уровень потребления которых первоначально составляет очень высокую долю ВВП — 71 процент), что предоставляет им средства для потребления в объеме, достаточном для поддержания производства в экономике.

Используя нашу модель, можно показать, что происходит после того, как экономика испытывает продолжительный шок для распределения доходов в пользу владельцев капитала. Работники приспосабливаются к ситуации путем сокращения потребления в сочетании с заимствованием средств для ограничения падения потребления (см. рис. 3). Это постепенно приводит к росту отношения долга к доходам работников, которое изменяется в соответствии с траекторией и размерами, показанными на рис. 2. Возможность для более высокой задолженности работников обеспечивается за счет предоставления в кредит возросшего располагаемого дохода владельцем капитала.

Более высокий объем сбережений в верхней категории и более высокий объем заимствования в нижней категории означают, что неравенство потребления увеличивается в значительно меньшей степени, чем неравенство доходов. Характер сбережения и заимствования обеих групп стимулирует потребность в финансовых услугах и посредничестве. В результате этого размер финансового сектора увеличивается примерно в два раза. Рост задолженности малоимущих домашних хозяйств и домашних хозяйств среднего класса чреват непрочностью финансового сектора и более высокой вероятностью финансовых кризисов. Учитывая то, что возможности работников диктовать свои условия при определении заработной платы и, как следствие, их способность обслуживать и погашать кредиты восстанавливаются лишь весьма постепенно, объем кредитов продолжает нарастать, и риск кризиса сохраняется. Когда кризис действительно настает (здесь предполагается, что это происходит через 30 лет), возникают крупномасштабные долговые дефолты домашних хозяйств по 10 процентам существующей суммы кредитов, сопровождающиеся резким сокращением производства, как произошло во время финансового кризиса 2007–2008 годов в США.

Модель указывает на ряд возможных ситуаций, в которых увеличение отношения долга к доходам в докризисный период может быть еще сильнее, чем показано на рис. 3. Во-первых, если владельцы капитала направляют большую часть своего дополнительного дохода на потребление и финансовые инвестиции, а не на производительные инвестиции, отношение долга к доходам возрастает в гораздо большей степени. Причина заключается в том, что владельцы капитала готовы предоставлять кредиты по более низким ставкам, что приводит к увеличению долга, а в силу снижения уровня основных фондов сокращается объем производства и доходы работников. Во-вторых, если темпы постепенного восстановления позиций работников на переговорах близки к нулю, даже финансовый кризис со значительными дефолтами практически не приносит облегчения: отношение долга к доходам продолжает возрастать в течение десятилетий после кризиса, и значительно повышается вероятность периодических финансовых кризисов.

Возможные варианты экономической политики

Существуют два способа понизить отношение долга к доходам домашних хозяйств.

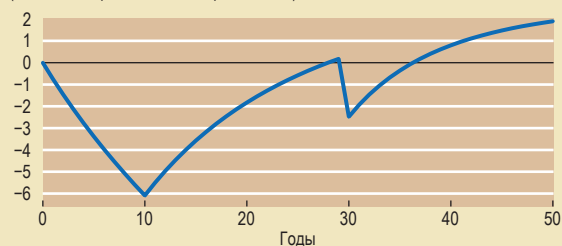
Первый — это упорядоченное сокращение долга. Под этим мы понимаем здесь ситуацию, при которой кризис и крупномасштабные дефолты стали неизбежными, но используются меры экономической политики, направленные на ограничение косвенного ущерба для реальной экономики, что приводит к меньшему сокращению реальной экономической активности. Поскольку этот способ предполагает гораздо меньшее сокращение доходов в случае любого отдельно взятого дефолта по кредитам, он позволяет значительно сильнее снизить отношение долга к доходам, чем неупорядоченный дефолт. Тем не менее, сразу же после сокращения долга долгосрочная тенденция к росту отноше-

Рисунок 3

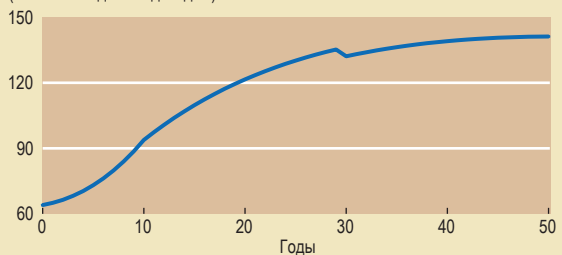
Занять, чтобы заплатить

Когда заработная плата работников сокращается, они занимают больше средств, чтобы поддерживать уровень своего потребления.

(Реальная заработная плата работников)



(Отношение долга к доходам)



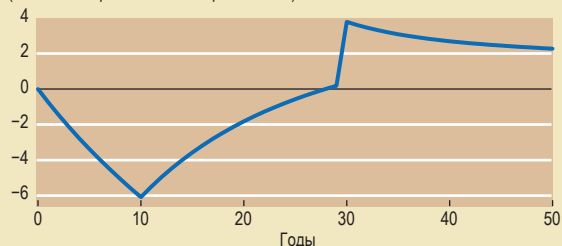
Источник: расчеты авторов, основанные на имитационном моделировании.

Рисунок 4

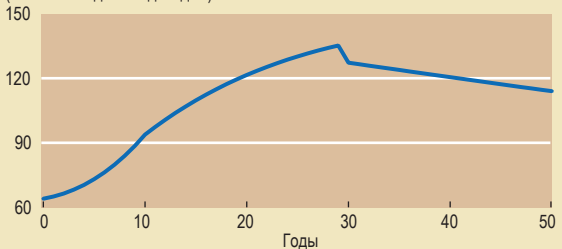
Предотвращение кризиса

Когда доходы работников будут восстановлены, они смогут выплатить свои долги.

(Реальная заработная плата работников)



(Отношение долга к доходам)



Источник: расчеты авторов, основанные на имитационном моделировании.

ния долга к доходам возобновляется, так как работники продолжают располагать сокращенной долей дохода в экономике.

Вторая возможность, проиллюстрированная на рис. 4, состоит в восстановлении доходов работников — например, путем укрепления прав на ведение коллективных переговоров, — что позволяет им со временем освободиться от долга. Предполагается, что это предотвратит наступление кризиса. В данном случае отношение долга к доходам снижается немедленно благодаря увеличению доходов вместо сокращения долга. Что более важно, риск увеличения доли заимствования и последующего кризиса сразу же начинает снижаться.

Таким образом, любое успешное сокращение неравенства доходов может быть очень полезно для снижения вероятности будущих кризисов. Но меры политики, которые, как предполагается, позволят достичь этого, сопряжены с трудностями. Например, давление к снижению заработной платы определяется могучими международными силами, такими как конкуренция со стороны Китая, а переход от налогов на трудовые доходы к налогам на доходы от капитала может привести к перенаправлению инвестиций в другие юрисдикции. Но переход от налогов на трудовые доходы к налогам на экономическую ренту, включая землю, природные ресурсы и ренту финансового сектора, не связан с такой проблемой. Что касается укрепления позиций работников на переговорах, сопряженные с этим процессом трудности надлежит сопоставлять с потенциально разрушительными последствиями дальнейших глубоких кризисов в финансовой и реальной сфере, если существующие тенденции сохранятся.

Восстановление равенства путем перераспределения доходов от богатых к бедным не только порадовало бы борцов за справедливость во всем мире, но могло бы также помочь спасти глобальную экономику от еще одного крупного кризиса. ■

Майкл Кумхоф — заместитель руководителя группы, а Ромэн Рансьер — экономист в Исследовательском департаменте МВФ.

Литература:

Carroll, Christopher D., 2000, "Why Do the Rich Save So Much?" in *Does Atlas Shrug? The Economic Consequences of Taxing the Rich*, ed. by Joel B. Slemrod (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).

Dynan, Karen, Jonathan Skinner, and Stephen Zeldes, 2004, "Do the Rich Save More?" *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 2, pp. 397–444.

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

Piketty, Thomas, 2010, "On the Long-Run Evolution of Inheritance: France 1820–2050," PSE Working Paper 2010-12 (Paris: Paris School of Economics).


—, and Emmanuel Saez, 2003, "Income Inequality in the United States, 1913–1998," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, pp. 1–39.

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

Reich, Robert, 2010, *Aftershock: The Next Economy and America's Future* (New York: Random House).

Reiter, Michael, 2004, "Do the Rich Save Too Much? How to Explain the Top Tail of the Wealth Distribution," *Universitat Pompeu Fabra Working Paper* (Barcelona).

Schneider, Martin, and Aaron Tornell, 2004, "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises," *Review of Economic Studies*, Vol. 71, No. 3, pp. 883–913.



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 2011-2012 program begins in July of 2011. Applications are due by January 1, 2011.

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