



Длительное экономическое «похмелье» после ПАНДЕМИЙ

История показывает, что экономические последствия
COVID-19 могут растянуться на десятилетия

Оскар Джорда, Санджей Р. Сингх и Алан М. Тэйлор

Удар, нанесенный пандемией COVID-19 по экономической деятельности в последние месяцы, — всего лишь начало. Хотя стремительный и беспрецедентный коллапс производства, торговли и занятости, возможно, удастся обратить вспять по мере ослабления пандемии, исторические данные свидетельствуют о том, что долгосрочные экономические последствия могут проявляться в течение жизни одного или более поколений.

Среди них — длительный период низких реальных процентных ставок, схожий с долгосрочной стагнацией, который может продолжаться два и более десятилетия. При этом одна из хороших новостей заключается в том, что такие продолжительные периоды низкой стоимости заимствования ассоциируются с более высокими реальными зарплатами и создают широкие возможности для финансирования правительствами мер стимулирования, направленных на противодействие экономическому ущербу, причиненному пандемией.

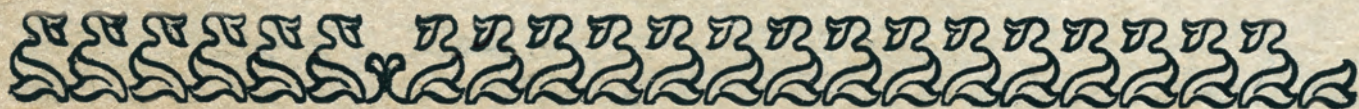
Естественно, что до настоящего времени изучение экономических последствий продолжающейся пандемии COVID-19 было сосредоточено на краткосрочных результатах стратегий смягчения и сдерживания. Однако по мере того, как правительства реализуют крупномасштабные налогово-бюджетные программы, направленные на борьбу с пандемией, важно понимать, как будет выглядеть экономический ландшафт в ближайшие годы и десятилетия. Этот ландшафт будет формировать денежно-кредитную и бюджетно-финансовую политику пока еще не до конца понятным образом.

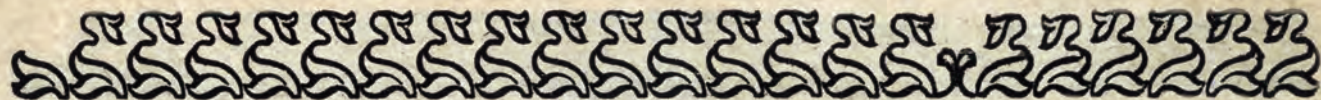
Взгляд на предыдущие пандемии, восходящие к «Черной смерти» в 14-м веке, может помочь заполнить этот пробел, пролив свет на их средне- и долгосрочные экономические последствия. Однако делая выводы на основе исторических тенденций, важно отметить одно решающее различие. Простые пандемии, такие как «Черная смерть», происходили в те времена, когда практически никто не доживал до старости. Учитывая возросшую продолжительность жизни, возможно, на этот раз ситуация сложится по-иному: смертность от COVID-19, судя по всему, непропорционально сильно затрагивает пожилых людей, которые, как правило, больше не участвуют в рабочей силе и имеют тенденцию сберегать денежные средства больше, чем молодежь.

Пандемии и макроэкономика

При исследовании исторических данных, как правило, рассматривается одно событие, имевшее место в одной стране или регионе, при этом отслеживаются местные результаты, причем максимум в течение десятилетнего периода. Однако при крупномасштабных пандемиях последствия будут ощущаться во всей экономике или по всему региону. Для этого есть две причины: либо потому, что сама инфекция широко распространилась, либо потому, что торговля и рыночная интеграция в конечном итоге распространяют экономические потрясения все дальше по карте.

В новой работе, Jordà, Singh, and Taylor (2020), мы глобально рассматриваем макроэкономические последствия пандемий в ряде европейских экономик. Мы сосредоточились на последствиях 15 крупных пандемических





Der Doctor Schnabel von Rom.



Vos Creditis, als eine fabel.
quod scribitur vom Doctor schnabel.
der fugit die Contagion
et aufert seinen Lohn darvon.
Cadavera sucht er zu fristen
gleich wie der Corvus auf der Misten.
Ah Credite, zihet nicht dort hin
dann Romæ regnat die Pestin.

Quis non deberet sehr erschrec,
für seiner Virgul oder stecken.
quã loquatur, als wår er stumm.
und deutet sein consilium.
wie mancher Credit ohne zweiffel,
das ihm tentir ein schwarzen Teuffel.
Marsupium heyst seine Höll.
und aurum die geholte seel

J. Columbina, ad virum delineavit

Paulus Fürst. Excudit

Kleidung wider den Tod zu Rom. Anno 1656.
Also gehen die Doctores Medici dahi zu Rom, wann sie die, ander Pest erkrankte Per-
sonen besuchen, sie zu curiren und fragen, sich wider den Gift zu sichern, ein langes Kleid von ge-
wärten Tuch ihr Angesicht ist verlarvt, für den Augen haben sie grosse Crystalline Brillen, wider
Nasennemen langen Schnabel voll wolriechender Specereij, in der Hände, welche mit Hand schühert
wol versehen ist, eine lange kütche und darmit deuten sie, was man thun, und gebrauch soll

событий, каждое из которых унесло по меньшей мере 100 000 человеческих жизней — эти события указаны в таблице.

Используя недавно полученные данные о доходности долгосрочного суверенного долга, восходящие к XIV веку (Schmelzing, 2020), мы оцениваем реакцию так называемой реальной (за вычетом инфляции) естественной процентной ставки в Европе после крупной пандемии. Ниже мы просто используем выражение «естественная ставка».

Экономисты говорят о естественной, или нейтральной, процентной ставке как о равновесном уровне, который позволит экономике расти ее потенциальным темпом при стабильной инфляции. В долгосрочной перспективе естественную ставку определяют относительный спрос и предложение ссудных средств со стороны держателей сбережений и заемщиков.

Естественная ставка служит важным экономическим барометром. Например, по мере того, как население становится более экономным, относительное предложение сбережений увеличивается; когда базовый темп роста снижается, инвестиции становятся менее привлекательными — в обоих случаях естественная ставка снижается, восстанавливая равновесие.

Как показано на рис. 1, пандемии оказывают долгосрочное воздействие на процентные ставки. Через примерно 20 лет после пандемии ответная реакция естественной процентной ставки оказывается смещенной вниз почти на 1,5 процентных пункта. Для сравнения, такое снижение сопоставимо с тем, которое имело место с середины 1980-х годов до сегодняшнего дня. Мы также обнаружили, что требуется еще 20 лет, чтобы естественная ставка вернулась на прежний уровень.

Ошеломляющие результаты

Эти результаты ошеломляют и свидетельствуют о крупных экономических последствиях пандемий, наблюдавшихся в прошедшие столетия. Хорошо известно, что после серьезных спадов, вызванных финансовыми кризисами, реальные безопасные ставки, которые тесно увязаны с естественной ставкой, могут оставаться на низком уровне в течение 5–10 лет (Jordà, Schularick, and Taylor, 2013), но в этом случае продолжительность реакции еще более выраженная.

Данные, представленные на рис. 1, согласуются с известной неоклассической моделью роста. Потеря труда без параллельного разрушения капитала приводит к перебалансировке относительного дохода от труда и дохода на капитал. Обусловленное этим снижение процентных ставок может также усиливаться за счет увеличения сбережений лицами, пережившими пандемию, — возможно, они просто желают восстановить свое благосостояние или, может быть, ведут себя более экономно из осторожности.

Если это объяснение верно, то мы должны увидеть совершенно иную закономерность, следующую за историческим событием совсем иного типа, также ведущим к массовым человеческим жертвам. Речь идет о войне. В отличие

Историческая справка

В течение всей истории, зафиксированной в документах, имели место как минимум 15 крупных пандемических событий с числом умерших не менее 100 тысяч каждое.

Событие	Начало	Конец	Число умерших
«Черная смерть»	1331	1353	75 000 000
Итальянская чума	1623	1632	280 000
Великая чума в Севилье	1647	1652	2 000 000
Великая чума в Лондоне	1665	1666	100 000
Великая чума в Марселе	1720	1722	100 000
Первая пандемия холеры	1816	1826	100 000
Вторая пандемия холеры	1829	1851	100 000
Пандемия холеры в России	1852	1860	1 000 000
Мировая пандемия гриппа	1889	1890	1 000 000
Шестая пандемия холеры	1899	1923	800 000
Пандемия летаргического энцефалита	1915	1926	1 500 000
Испанский грипп	1918	1920	100 000 000
Азиатский грипп	1957	1958	2 000 000
Гонконгский грипп	1968	1969	1 000 000
Пандемия свиного гриппа	2009	2010	203 000

Источники: Alfani and Murphy (2017); Taleb and Cirillo (2020); https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_epidemics и содержащиеся там ссылки.

от пандемий, крупные вооруженные конфликты также приводят к уничтожению урожая, земли, строений и оборудования, иными словами — к потере капитала.

Для дальнейшего анализа мы расширили наши первоначальные оценки, включив в них крупные войны, которые привели к большим человеческим жертвам (и серьезным потерям земли, строений и других традиционных форм капитала). Результаты предельно очевидны. Во время войн относительная потеря капитала по отношению к рабочей силе смещает реакцию процентной ставки вверх, а не вниз, что также показано на рис. 1. Войны, как правило, приводят к повышению реальных процентных ставок на 30–40 лет, причем к экономически (и статистически) существенному повышению.

Если неоклассический механизм верен, то есть еще один аспект, в котором должны быть видны последствия пандемий. По мере снижения соотношения между трудом и капиталом естественная ставка должна снижаться, а реальная заработная плата — увеличиваться. На рис. 2 показана реакция реальной заработной платы на пандемию; она постепенно растет, так что через 40 лет реальная зарплата оказывается примерно на 10 процентов выше. Таким образом, эта закономерность согласуется с логикой неоклассической модели роста.

Конечный результат

Великие исторические пандемии прошедшего тысячелетия, как правило, были связаны с последующим низ-

ким уровнем доходности активов. Если оценивать их по отклонениям в естественной процентной ставке, эти ответные изменения указывают на то, что за пандемиями следуют продолжительные периоды — по несколько десятилетий — с пониженными реальными процентными ставками. Это может отражать отсутствие необходимых инвестиций (из-за избытка капитала на единицу выжившей рабочей силы), возросшее желание сберегать (из осторожности, большей неопределенности или желания восстановить истощенное благосостояние), или и то, и другое.

Если отмеченные нами исторические тенденции проявятся аналогичным образом после COVID-19, то долговременная стагнация (Summers, 2014) будет серьезным вопросом при формировании денежно-кредитной политики и политики бюджетной стабилизации в течение следующих двух или более десятилетий.

Но стоит ли на этот раз ожидать снижения естественной ставки на 1,5–2 процента? Имеются, по крайней мере, три фактора, которые, вероятно, ослабят процесс снижения естественной ставки.

Во-первых, если современное медицинское обслуживание и меры в области общественного здравоохранения окажутся более действенными, то число жертв COVID-19 по отношению к общей численности населения может оказаться меньше, чем число жертв некоторых крупных пандемий прошлого.

Во-вторых, COVID-19 затрагивает в первую очередь пожилых людей, которые больше не участвуют в рабочей силе и, как правило, сберегают относительно больше, чем молодежь, что является заметным отличием от прошлых столетий, когда продолжительность жизни людей была короче.

В-третьих, активная налогово-бюджетная экспансия, направленная на борьбу с пандемией, будет способствовать дальнейшему росту государственного долга, снижая национальную норму сбережений и, возможно, оказывая повышательное давление на реальные процентные ставки.

В чистом выражении, мы все же ожидаем, что период низких реальных процентных ставок будет продолжительным (хотя этот эффект будет ослаблен рассмотренными факторами). В этом случае низкие реальные ставки должны предоставить правительствам нужное им бюджетное пространство для активного смягчения последствий пандемии. **ФР**

ОСКАР ДЖОРДА — старший советник по вопросам политики в Федеральном резервном банке Сан-Франциско и профессор экономики в Калифорнийском университете в Дэвисе.

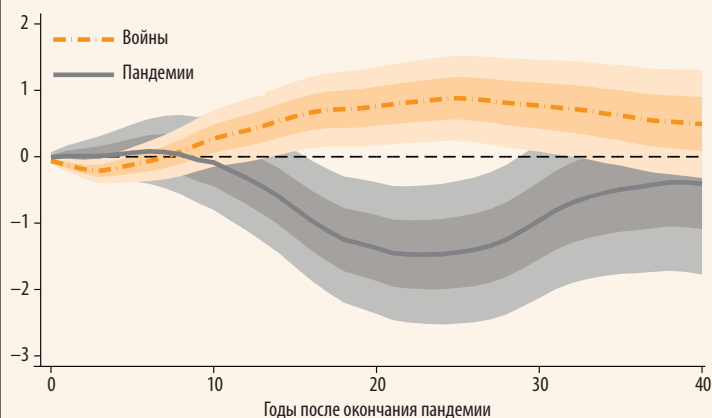
САНДЖЕЙ Р. СИНГХ — доцент экономики в Калифорнийском университете в Дэвисе. **АЛАН М. ТЕЙЛОР** — профессор экономики и финансов в Калифорнийском университете в Дэвисе.

Рисунок 1

Войны в сравнении с пандемиями

После войн реальная процентная ставка обычно остается повышенной в течение десятилетий; после эпидемий ситуация противоположная.

(Реакция реальных процентных ставок на пандемию, в процентах)



Источник: Jorda, Singh, and Taylor (2020).

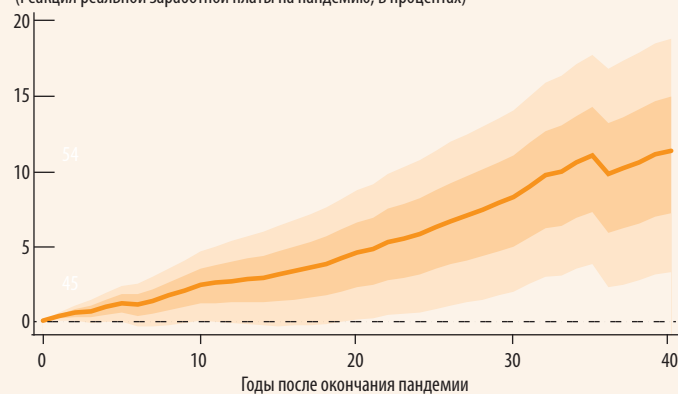
Примечание. Затененные участки отражают стандартные диапазоны отклонений.

Рисунок 2

Устойчивый рост

Реальная заработная плата имеет тенденцию к постепенному росту в течение десятилетия, следующего за пандемией.

(Реакция реальной заработной платы на пандемию, в процентах)



Источник: Jorda, Singh, and Taylor (2020).

Примечание. Затененные участки отражают стандартные диапазоны отклонений.

Литература

Jordà, Ò., M. Schularick, and A. M. Taylor. 2013. "When Credit Bites Back." *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (s2): 3–28.

Jordà, Ò., S. R. Singh, and A. M. Taylor. 2020. "Longer-Run Economic Consequences of Pandemics." *Covid Economics: Vetted and Real-Time Papers* 1 (April 3): 1–15.

Schmelzing, P. 2020. "Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G, and the 'Suprasecular' Decline, 1311–2018." Bank of England Staff Working Paper 845, London.

Summers, L. H. 2014. "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound." *Business Economics* 49 (2): 65–73.