



GENANGAN SEKULAR

Summers Lawan Bernanke

SEJAK diperkenalkan semula oleh Lawrence Summers, genangan sekular yang diberikan liputan dalam *Dewan Ekonomi* Februari 2014, terus dibincangkan dan dibahasakan. Istilah ini diperkenalkan oleh Alvin Hansen, ahli ekonomi Keynesian di Amerika Syarikat, pada tahun 1938, untuk menjelaskan situasi prestasi rendah berkekalan oleh ekonomi anemia. Menurut Hansen, sebelum Kemelesetan Besar bermula dengan keruntuhan pasaran saham tahun 1929, pertumbuhan ekonomi Amerika Syarikat dipacu oleh kombinasi produktiviti, petempatan sempadan (*frontier settlement*), dan pertumbuhan penduduk.

Ketika berucap di Tabung Kewangan Antarabangsa (IMF) pada November 2013, mantan Setiausaha Perbendaharaan Amerika Syarikat, Lawrence Summers, menyebut "set idea lama yang dinyatakan dalam angkapan 'genangan sekular'." Hujah beliau, "banyak orang percaya bahawa dasar monetari terlalu mudah. Setiap orang setuju bahawa wujud amaun besar pemberian pinjaman yang

kurang bijak yang diamalkan. Hampir setiap orang percaya bahawa kekayaan, seperti yang dialami oleh isi rumah adalah dalam lebihan realitinya. Wang terlalu mudah, pinjaman terlalu banyak, kekayaan terlalu banyak." Pada ketika itu, menurut beliau, penggunaan kapasiti tidak di bawah mana-mana tekanan besar. Pengangguran tidak di bawah tahap rendah yang ketara. Inflasi secara keseluruhannya tenang. Walau bagaimanapun, beliau melahirkan keraguan bagaimana gelembung besar tidak cukup untuk menghasilkan mana-mana lebihan dalam permintaan agregat.

Kemudian Summers meninjau tempoh selepas krisis kewangan, yang krisis itu suka difikirkan oleh beliau sebagai seakan-akan kegagalan bekalan tenaga atau apa-apa yang akan terjadi jika semua telefon ditutup untuk satu waktu. Rangkaian akan runtuh, hubungan akan terputus, dan output pastinya akan jatuh dengan sangat ketara. "Wujud sekumpulan ahli ekonomi yang ke sana ke mari menjelaskan bahawa elektrik hanya empat peratus ekonomi dan oleh itu, jika anda hilang 80 peratus

CN.no = 0000274667

ECO2015/A03

elektrik, mustahil anda hilang lebih tiga peratus ekonomi." Namun begitu, daripada eksperimen beliau, "apabila selama tiga bulan atau dua bulan, 80 peratus elektrik terputus - Keluaran Dalam Negara Kasar (KDNK) akan runtuh."

Mengulas tempoh itu baru-baru ini, Summers menegaskan bahawa meskipun berlaku skala yang amat besar dari segi gelembung kewangan, sebelum pecah pada tahun 2007-2009, hakikatnya tidak wujud "pertumbuhan besar" dalam ekonomi. Bahkan gelembung besar itu tidak cukup untuk menghasilkan mana-mana lebihan dalam permintaan agregat. Keadaan ini menunjukkan bahawa daya genangan dalam ekonomi berakar umbi dengan kukuh. Seperti yang ditegaskan oleh beliau pada bulan berikutnya dalam "Why Stagnation Might Prove to Be the New Normal" dalam *The Financial Times*, "berdasarkan bahawa dasar dan keadaan ekonomi akan kembali pada titik yang sama tidak dapat dikekalkan." Beliau mengemukakan

Berikutan kemelesetan besar tahun 2008-2009, negara kaya terkial-kial untuk menebus semula apa-apa yang telah hilang.

Jepun sebagai contoh, yang KDNK negara itu pada hari ini kurang dua pertiga daripada apa-apa yang kebanyakan diramalkan oleh pemerhati satu generasi lalu, meskipun kadar faedah adalah sifar untuk banyak tahun.

"Memang berbaloi untuk menekankan bahawa KDNK Jepun mengecewakan dalam kurang lima tahun selepas gelembung meletup pada akhir dekad 1980-an berbanding dengan Amerika Syarikat sejak tahun 2008," tulis Summers. Tambah beliau, "Di Amerika pada hari ini, KDNK lebih 10 peratus di bawah apa-apa yang diramalkan sebelum krisis kewangan" sambil mengingatkan, "jika genangan sekular yang menjadi perhatian itu relevan dengan situasi ekonomi semasa, maka dengan ketara wujud implikasi dasar yang mendalam."

Walaupun bagaimanapun, Fred Magdoff dan John Bellamy Foster yang menulis "Stagnation and Financialization" dalam *Monthly Review* keluaran Mei 2014, mendakwa bahawa Summers dan Paul Krugman, seorang penyokong kuat genangan sekular, tidak mengemukakan penjelasan teori atau sejarah untuk genangan sekular. Sebaliknya mereka sekadar menumpukan perangkap kecairan yang kadar faedah menghampiri sifar, menjadikannya sukar untuk merangsang ekonomi dari segi monetari dengan merendahkan kadar faedah lagi.

Magdoff dan Foster mengingatkan bahawa dalam usaha untuk memeriksa akar umbi

percanggahan genangan-financialization lebih lengkap, maka perlu untuk melihat tradisi Marxian dengan tumpuan adalah terhadap pengumpulan modal. Bagi mereka, percanggahan teras mengakibatkan kecenderungan kepada genangan yang banyak yang dijanakan dalam pengeluaran. Hal ini terutamanya ditunjukkan dalam kegoyahan proses pengumpulan modal, yang dihadapi dengan kekurangan berterusan saluran keluar pelaburan yang menguntungkan hingga menyebabkan darjah monopoli yang semakin meningkat dalam ekonomi dan kesan ini terhadap harga, untung, output, pendapatan dan permintaan.

Mimpi ngeri ekonomi dengan nama hodoh, iaitu genangan sekular, iaitu usul bahawa pertumbuhan perlahan melanda ekonomi maju mungkin berkekalan. Menurut "kitaran perniagaan," selepas kemelesetan, ekonomi sepatutnya melantun balik, tetapi keadaan ini tidak berlaku di dunia maju. Berikutan kemelesetan besar tahun 2008-2009, negara kaya terkial-kial untuk menebus semula apa-apa yang telah hilang. KDNK sebenar di zon euro misalnya, seperti yang diketahui, masih rendah berbanding dengan KDNK pada tahun 2009.

Ricardo Hausmann berhujah bahawa sesuatu pastinya busuk dalam negara kapitalisme. Meskipun kadar faedah rendah yang tidak pernah berlaku sebelum ini, pelaburan di kebanyakan negara maju rendah secara signifikan, seperti yang berlaku dalam tahun-tahun sebelum krisis 2008, manakala kadar guna tenaga masih rendah. Bagi sesetengah alasan, mencapai tahap pelaburan yang akan menjanakan guna tenaga penuh seakan-akan memerlukan kadar faedah sebenar negatif (inflasi terlaras), yang merupakan cara lain yang berkata bahawa orang ramai perlu dibayar untuk melabur. Namun begitu, di dunia inflasi rendah dan kadar faedah nominal sifar, untuk mendapatkan kadar sebenar negatif mungkin mencabar.

Ketika membahaskan genangan sekular, Hausmann merujuk e-buku yang diedit oleh Coen Teulings dan Richard Baldwin, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures* yang mengumpulkan pemikiran ahli ekonomi terkenal, antaranya, Lawrence Summers, Barry Eichengreen, Robert Gordon dan Paul Krugman, tentang sama ada genangan sekular dipersalahkan. Menulis "Secular Stagnation for Free" untuk *Project Syndicate*, Hausmann mengetegahkan kesan dasar keadaan ini yang masih diperdebatkan, yang menurut beliau, "bagi Keynesian, jawapannya ialah dasar monetari bukan konvensional, misalnya peredaran kuantitatif, rangsangan fiskal dan sasaran tinggi kadar inflasi. Walaupun bagaimanapun, seperti yang ditegaskan

oleh Summers dan lain-lain, dasar monetari kendur mungkin mencetuskan gelembung aset dan rangsangan fiskal yang dilanjutkan mungkin berakhir dalam krisis hutang.

Jelas beliau lagi, dasar yang diutamakan oleh Keynesian menangani hanya akibat genangan sekular, bukan sebabnya. Bagi sesetengah orang, masalahnya ialah jebak simpanan yang berkaitan dengan pertumbuhan demografi yang perlahan, jangkaan hayat yang meningkat, ambang persaraan statik - kombinasi yang memaksa orang ramai lebih banyak menyimpan untuk usia tua mereka. Namun demikian, seperti yang ditegaskan oleh Barry Eichengreen, peningkatan simpanan kelihatan terlalu kecil untuk menjelaskan perkara ini. Bagi ahli ekonomi lain yang menulis dalam e-buku itu, masalahnya ialah permintaan pelaburan yang rendah, diakibatkan sebahagiannya oleh hakikat bahawa mesin kini lebih murah dan bahawa kemajuan teknologi adalah perlahan sejak tahun 1970.

Debat genangan sekular menjadi semakin panas apabila mantan Pengerusi Rizab Persekutuan, Ben Bernanke, menegaskan bahawa Hansen terbukti silap, iaitu gagal untuk menjangkakan ekonomi melambung ketika pascaperang, termasuk keduanya, iaitu pertumbuhan penduduk yang kuat, iaitu peledakan bayi dan kemajuan teknologi yang pesat. Menulis dalam blognya, "Why Are Interest Rates so Low, Part 2: Secular Stagnation," Bernanke mencatatkan tiga objektif yang paling penting untuk dasar ekonomi, iaitu mencapai guna tenaga penuh, memastikan inflasi rendah dan stabil, serta mengekalkan kestabilan kewangan. "Hipotesis genangan sekular Larry Summers beranggapan bahawa mencapai tiga objektif ini serentak mungkin terbukti sangat sukar," tulis Bernanke.

"Kisah genangan sekular adalah tentang permintaan yang tidak cukup, dan bukannya penawaran agregat," hujah Bernanke. "Bahkan jika output potensi ekonomi berkembang, hipotesis Hansen - Summers beranggapan bahawa pelaburan dan perbelanjaan penggunaan yang tertekan akan mencegah ekonomi daripada mencapai potensi itu, kecuali mungkin apabila gelembung kewangan, seperti gelembung perumahan pada dekad 2000-an menyediakan tekanan tambahan terhadap perbelanjaan.

Walaupun bagaimanapun, Summers berhujah bahawa genangan sekular pada hakikatnya juga akan mengurangkan penawaran agregat kerana pertumbuhan kapasiti produktif ekonomi dikekang oleh kadar pembentukan modal yang perlahan, selain kehilangan kemahiran pekerja akibat pengangguran jangka panjang."

Bernanke bersetuju dengan cadangan Summers supaya bergantung pada perbelanjaan infrastruktur awam untuk mencapai guna tenaga penuh. "Saya setuju bahawa perbelanjaan infrastruktur yang meningkat ialah perkara yang baik dalam ekonomi pada hari ini. Namun begitu, jika kita benar-benar dalam rejim genangan yang berterusan, perbelanjaan fiskal yang lebih banyak mungkin juga bukan respons jangka panjang yang memuaskan secara keseluruhannya kerana hutang telah pun sangat besar mengikut piawai sejarah dan pelaburan juga akan akhirnya menunjukkan pulangan berkurangan."

Tentang ekonomi Amerika Syarikat dilanda oleh genangan sekular, Bernanke menyatakan bahawa beliau ragu-ragu, dan sumber keraguan beliau itu melampaui hakikat bahawa ekonomi negara itu kelihatan baik untuk menuju guna tenaga penuh hari ini. Pertama, seperti ditegaskan oleh beliau tegaskan sebagai peserta panel IMF tempat Summers mula-mula membangkitkan hujah genangan sekular, pada kadar faedah yang berterusan serendah minus dua peratus, sukar untuk membayangkan bahawa wujud kekurangan berkekalan projek pelaburan yang menguntungkan.

Kedua, beliau pada amnya bersetuju dengan kritikan terbaru tentang genangan sekular oleh Jim Hamilton, Ethan Harris, Jan Hatzius dan Kenneth West, terutamanya bagi membahaskan dakwaan Summers bahawa mereka tidak melihat guna tenaga penuh ketika beberapa dekad lalu tanpa kehadiran gelembung kewangan.

"Mereka mencatatkan bahawa gelembung dalam saham teknologi berlaku sangat lewat ketika ekonomi melambung pada dekad 1990-an," tulis Bernanke, "dan mereka menyediakan anggaran untuk menunjukkan bahawa kesan positif gelembung perumahan pada dekad 2000-an terhadap permintaan pengguna diimbangi sebahagian besarnya oleh faktor khusus lain, termasuk kesan negatif kenaikan ketara dalam harga minyak dunia dan menyusutkan permintaan yang diciptakan oleh defisit perdagangan yang menyamai enam peratus output Amerika Syarikat."

Bernanke terus memetik hujah ahli ekonomi yang dinyatakannya itu: "Mereka menegaskan bahawa pertumbuhan perlahan baru-baru ini berkemungkinan kurang disebabkan oleh genangan sekular berbanding dengan 'angin depan'



Fred Magdoff

Summers setuju bahawa perbelanjaan infrastruktur yang meningkat ialah perkara yang baik dalam ekonomi pada hari ini.



John Bellamy Foster



lebih simpanan yang diinginkan berbanding dengan pelaburan."

Seterusnya Ben Bernanke menerbitkan dalam blognya, "Why are Interest Rates so Low, Part 3: The Global Savings Glut," yang mempertahankan jabak simpanan dan menafikan genangan sekular. Beliau membahaskan kekurangan hipotesis genangan sekular, yang menurut beliau, tertumpu hanya pada faktor yang menjejaskan pembentukan modal dalam negara dan perbelanjaan isi rumah dalam negara. Namun demikian, isi rumah dan firma Amerika Syarikat juga boleh melabur di negara luar, yang banyak faktor yang dipetik oleh ahli genangan sekular, seperti pertumbuhan penduduk yang perlahan, mungkin kurang relevan. "Kini banyak ekonomi utama dalam kedudukan lemah berkitaran," hujah beliau, maka peluang pelaburan asing untuk isi rumah dan firma Amerika Syarikat terbatas. Namun begitu, kecuali seluruh dunia adalah dalam genggaman genangan sekular, pada sesetengah titik, peluang pelaburan di negara luar akan muncul semula."

R.A. yang tidak mahu ketinggalan, melalui "The Global Secular Savings Stagnation Glut" dalam *The Economist*, menegaskan bahawa debat itu sedikit demi sedikit ke arah persoalan yang betul: walau bagaimanapun, apakah jenis ketidakseimbangan antara simpanan dengan pelaburan yang kita ada di sini? Adakah masalah bahawa dunia mempunyai terlalu banyak simpanan dan terlalu sedikit pelaburan? Atau adakah bahawa simpanan dan pelaburan terbenam di tempat yang berbeza? Walau bagaimanapun, beliau berhujah bahawa jelas kelihatan dunia secara keseluruhan tidak mempunyai sedikit peluang pelaburan. Kebanyakan dunia sangat miskin jika dibandingkan dengan Amerika yang menunjukkan bahawa bergenang dengan peluang pelaburan yang menguntungkan. **de**

KDNK 10 peratus Amerika Syarikat adalah di bawah ramalan yang dibuat sebelum krisis kewangan berlaku.

sementara yang dalam proses pelepasan." Walau bagaimanapun, Bernanke menyelitkan pengalaman beliau sebagai Pengerusi Rizab Persekutuan bahawa beliau sering memetik angin depan yang timbul daripada akibat krisis kewangan terhadap keadaan kredit; pemulihan perlahan perumahan; dasar fiskal yang menyekat di kedua-duanya, iaitu di peringkat persekutuan, dan peringkat negeri dan tempatan.

Satu kecacatan rumusan Summers, seperti yang dibangkitkan oleh Bernanke, ialah beliau kurang perhatian terhadap dimensi antarabangsa. Beliau menumpukan faktor yang menjejaskan pelaburan modal domestik dan perbelanjaan isi rumah. "Walaupun bagaimanapun, semua yang sama, kesediaan pelaburan modal yang menguntungkan di mana-mana sahaja di dunia sepatutnya membantu menewaskan genangan sekular di negara asal." Tambah Bernanke, "dalam ekonomi terbuka, genangan sekular memerlukan bahawa pulangan pelaburan modal rendah di setiap tempat selamalamanya, dan sekadar dalam ekonomi tuan rumah."

Larry Summers dalam responsnya yang diterbitkan dalam blog Ben Bernanke, membangkitkan beberapa perkara tentang hipotesis genangan sekular yang dicabar oleh Bernanke yang difikirkan beliau (Summers) fikir wujud beberapa kekeliruan dalam debat awam. Beliau membahaskan satu demi satu hipotesis yang menjadi keraguan Bernanke itu.

Pertama, Summers mempersoalkan adakah genangan sekular semua tentang ikatan rendah sifar pada kadar faedah nominal? Inti pati genangan sekular, hujah beliau, ialah lebih kronik simpanan mengatasi pelaburan. Summers menjelaskan bahawa kadar faedah jangka masa pendek tidak boleh jatuh di bawah sifar (atau sesetengah ikatan hampir dengan sifar) dan hal ini menghalang pelarasan penuh. Di sini Summers menyentuh keraguan Bernanke tentang pentingnya faktor ini, yang ditegaskan Bernanke bahawa dengan sasaran dua peratus inflasi, maka kadar faedah sebenar boleh jatuh kepada minus dua peratus.

"Walaupun betul," hujah Summers, "tetapi sekurang-kurangnya membuka persoalan, sama ada bank pusat selalunya boleh dipercayai atau tidak untuk mendakwa mereka akan mencapai sasaran inflasi. Ukuran pasaran tentang inflasi yang dijangkakan menunjukkan bahawa di seluruh dunia

perindustrian mungkin kurang dua peratus untuk satu dekad atau lebih." Beliau juga mengingatkan bahawa pelarasan kadar faedah untuk menyamakan simpanan dan pelaburan pada guna tenaga penuh tidak beroperasi secara licin.

Kedua, adakah kadar sebenar di bawah sifar menjadikan ekonomi bermakna? Di sini Summers mendakwa Bernanke begitu berat untuk mengakui bahawa wujud banyak mekanisme teori yang dapat memberikan peningkatan pada kadar sifar. "Untuk menggunakan ungkapan yang dipopularkan Bernanke dalam konteks yang berbeza, kadar sebenar negatif merupakan fenomena yang kita perhatikan dari segi amalan kalaupun tidak selalunya dari segi teori. Summers seterusnya menyentuh kertas Hamilton, Harris, Hatzius, dan West yang dirujuk oleh Bernanke yang menunjukkan bahawa ketika abad ke-20, kadar di Amerika negatif sekurang-kurangnya 30 peratus pada masa itu. Di Jerman sekarang ini, kadar nominal 10 tahun ialah 18 peratus titik asas yang menunjukkan kadar sebenar negatif dan kadar sekitar 60 titik asas selama 30 tahun! Di Britain, kadar hasil bon berindeks negatif untuk tempoh yang lama.

Ketiga, adakah gelembung penyumbang penting kepada pemulihan sebelum ini? Di sini Summers menyokong idea bahawa ekonomi menerima akibat daripada lebih kronik simpanan, dengan berhujah bahawa pemulihan tahun 2003-2007 dan kemungkinan tahap akhir pemulihan dekad 1990-an dipacu dalam bahagian signifikan keadaan kewangan tidak mapan. "Bernanke ragu-ragu," tulis Summers, "mencatatkan bahawa kesan positif gelembung perumahan ketika pengembangan sebelum ini diimbangi oleh peningkatan defisit perdagangan Amerika Syarikat dan bahawa gelembung hanya relevan secara sederhana pada akhir dekad 1990-an." Walau bagaimanapun, Summers mengakui bahawa memang sukar untuk mengelak kesimpulan bahawa hutang isi rumah berkembang pada kelajuan tidak mapan pada dekad sebelum krisis kewangan dan hal ini merupakan pendorong penting untuk pertumbuhan. Saya betul-betul yakin bahawa kesan kekayaan yang berkait dengan pasaran saham melambung adalah penting pada akhir dekad 1990-an.

Keempat, berapa baik penyelesaian ialah dasar fiskal pengembangan? Bagi membahaskan hipotesis ini, Summers menegaskan bahawa Bernanke menerima logik hujah beliau (Summers) bahawa jika mengurangkan kadar untuk menyamai simpanan dan pelaburan pada guna tenaga penuh adalah tidak boleh laksana atau kemungkinan membawa kepada ketidakstabilan kewangan, maka dasar fiskal secara umum dan pelaburan awam secara khusus,

merupakan pelaburan natural untuk menggalakkan pertumbuhan.

Setelah mendakwa bahawa Bernanke sangat memandang rendah skop untuk dasar fiskal boleh laksana, Summers membayangkan dunia genangan sekular dengan kadar faedah sebenar adalah sifar. Maka khidmat hutang kerajaan sangat murah. Selagi projek pelaburan awam menghasilkan mana-mana pulangan positif, maka hal ini akan menjanakan hasil yang cukup untuk perkhidmatan hutang yang berkaitan. "Kesan ini akan kelihatan besar jika wujud mana-mana kesan rangsangan fiskal Keynesian projek itu atau jika wujud mana-mana kesan histeresis," hujah Summers. Dengan menegaskan bahawa hujahnya itu bukan sekadar berteori, beliau memetik *World Economic Outlook* Oktober 2014 yang diterbitkan oleh IMF yang menunjukkan bahawa pelaburan awam di negara yang kadar faedah menghampiri ikatan rendah sifar berkemungkinan mengurangkan nisbah hutang dengan KDNK dengan ketaranya.

Kelima, bagaimana tentang aspek global? Seperti yang dinyatakan sebelum ini, Bernanke mendakwa rumusan Summers kurang memberikan perhatian terhadap dimensi antarabangsa, tetapi beliau menafikannya. "Sesungguhnya semakin rendah tahap kadar, maka semakin besar kecenderungan ke arah deflasi, dan prestasi output yang lebih rendah di Eropah dan Jepun menunjukkan bahawa bayang-bayang genangan sekular yang mengerikan adalah lebih besar untuk Eropah dan Jepun berbanding dengan untuk Amerika Syarikat," hujah beliau. "Lagipun dalam dunia dengan pasaran modal diintegrasikan, kadar benar di mana-mana sahaja akan bergantung pada keadaan setiap tempat."

Di sini Summers merujuk hujah Bernanke bahawa jabak simpanan yang datang dari luar sebagai halangan penting terhadap permintaan di Amerika Syarikat. Beliau menyatakan bahawa Bernanke dan beliau bersetuju bahawa adalah penting untuk memikirkan keseimbangan simpanan-pelaburan bukan hanya untuk negara secara individu, tetapi untuk ekonomi global. "Jika wujud banyak negara cenderung mempunyai simpanan lebih berbanding negara yang cenderung ke arah pelaburan lebih, nescaya akan wujud kekurangan permintaan global."

Ketika mengemukakan pemikiran akhir, Summers mengingatkan bahawa di seluruh dunia perindustrian, majoriti besar semakan dalam ramalan pertumbuhan adalah ke arah bawah untuk banyak tahun. Oleh itu, beliau mengingatkan, memang wajar difikirkan dengan serius bahawa kemungkinan kita menghadapi masalah kronik

Dalam dunia dengan pasaran modal diintegrasikan, kadar benar di mana-mana sahaja akan bergantung pada keadaan setiap tempat.