



## Загадки «кофейной гущи» долгов домохозяйств

*Амир Суфи рассказывает о ситуации с долгом домохозяйств и объясняет, почему он не ожидает серьезной глобальной рецессии*

**Паулу Медаш**

**ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ УВЕЛИЧЕНИЕ** долгов домохозяйств, куда входят все потребительские долги и ипотечные кредиты, традиционно служило признаком того, что, возможно, приближается экономическая рецессия.

В беседе с экономистом МВФ Паулу Медашем профессор экономики и государственной политики в Школе бизнеса имени Бута Чикагского университета Амир Суфи рассказывает о том, что ситуация с долгами домохозяйств может сказать о вероятности рецессии, рассуждает о риске растущего неравенства и прогнозирует, когда мы вернемся к низким уровням инфляции и процентных ставок.

**ФиР:** За время пандемии долг в частном секторе и на рынке недвижимости не показал такого взрывного роста, как во время мирового финансового кризиса. Почему?

**АС:** Из-за двух принципиальных отличий. Во-первых, в преддверии пандемии не наблюдалось заметного увеличения кредитования, и вызванная COVID-19 рецессия, очевидно, была обусловлена причинами, не связанными с финансовым

сектором. Там просто не было того цикла подъема и спада, который характерен для рецессий кредитной природы.

Второй ключевой фактор заключается в том, что правительство, по крайней мере в США, приняло ряд исключительных мер экономической политики, чтобы облегчить финансовые трудности домохозяйств. Например, в стране были реализованы самые решительные инициативы по смягчению условий выплаты ипотечных кредитов. Масштабное бюджетное стимулирование также позволило смягчить удар пандемии по бюджету домохозяйств и снизить процент вызванных ей дефолтов.

**ФиР:** Сегодня мы наблюдаем стремительно увеличивающуюся инфляцию, замедление экономики и рост процентных ставок. Вас не беспокоит, что могут проявиться и другие негативные экономические эффекты, если, например, упадут цены на недвижимость и увеличится безработица?

**АС:** Нынешняя ситуация сильно отличается от традиционных циклических явлений в экономике. Дело в том, что наблюдаемая сейчас инфляция напрямую связана как с бюджетным стимулированием, так и с шоками издержек, в первую очередь из-за проблем, связанных с энергоносителями и цепочками поставок. Обычно эта связь проявляется следующим образом: домохозяйства накапливают большие долги, некоторые из которых чувствительны к процентным ставкам. Процентные ставки повышаются, и это вызывает масштабное замедление потребительских расходов.

Но сейчас ситуация иная: на самом деле балансы американских домохозяйств выглядят совсем неплохо, что отчасти объясняется мощным бюджетным стимулированием. Поэтому увеличение ставок окажет меньшее влияние, чем обычно.

Да, инфляция, по-видимому, оказывает влияние на расходы, если судить по словам генеральных директоров розничных компаний: в своих отчетах по доходам они заявляют, что уже заметили серьезное сокращение потребительских расходов в связи с инфляцией. И, конечно, рост ставок действительно давит на наиболее чувствительные к ним сектора, в первую очередь на рынок недвижимости и продажу автомобилей.

Но в целом, на мой взгляд, типичные составляющие по-настоящему серьезных рецессий — сильно возросший уровень долга в частном секторе и обрушение инвестиций и расходов — сейчас отсутствуют.

**ФиР:** Можно ли сказать, что некоторые страны более уязвимы, чем другие?

**АС:** Как я говорю последние пару лет, Китай столкнется с серьезным ухудшением экономических условий. Не только из-за противокоронавирусных карантинных мер, о которых много пишут, но и из-за рынка недвижимости. Китай пошел по пути, кото-

рый обычно действительно приводит к серьезной рецессии. Не удивлюсь, если проблемы сектора недвижимости в Китае будут серьезно тормозить развитие их экономики.

**ФиР:** Некоторые эксперты утверждают, что нас ждет период повышенной инфляции и повышенных процентных ставок, что может усугубить финансовую уязвимость домовладельцев. Другие считают, что мы вернемся к низким естественным процентным ставкам. А вы что думаете?

**АС:** Я думаю, что в течение трех-пяти лет мы вернемся в состояние равновесия с низкой инфляцией и низкой процентной ставкой. Под влиянием долгосрочных факторов ставки будут снижаться или оставаться низкими. Сегодняшние обстоятельства — в первую очередь, результат чрезвычайно масштабного бюджетного стимулирования и шоков затрат, в особенности связанных с ценами на энергоносители и с перебоями в цепочках поставок. Центральные банки ясно дали понять, что будут повышать ставки, стремясь повлиять на инфляционные ожидания, и я думаю, им удастся этого добиться.

Доходность более долгосрочных государственных облигаций остается низкой, кривая доходности сейчас перевернутая, и ожидания рынка таковы, что в долговременной перспективе долгосрочные процентные ставки, скорее всего, останутся низкими.

Стоит, однако, сделать оговорку: если война на Украине и изменения климата вызовут существенный рост военных расходов и зеленых инвестиций соответственно, это действительно может в ближайшие несколько лет создать повышательное давление на процентные ставки и инфляцию.

**ФиР:** Широкий интерес вызывает вопрос о том, какими бюджетными ресурсами располагают правительства для поддержки домохозяйств во время кризиса. Можете затронуть эту тему?

**АС:** Главное преимущество государственного долга в том, что его держатели согласны приобретать долговые обязательства с процентной ставкой ниже рыночных ставок по другим ценным бумагам, что дает преимущество правительствам, готовым пойти на бюджетный дефицит.

Многие утверждают, что, пока номинальная процентная ставка держится ниже номинальных темпов экономического роста, деньги правительство получает бесплатно. Можно наращивать дефицит, который не придется покрывать. Но мы отмечаем, что это не так. Потому что, чем больше рынок насыщается государственными долговыми обязательствами, тем меньше люди их ценят и тем выше приходится поднимать процентную ставку по этим обязательствам.

В итоге, если дефицит достигнет слишком больших размеров, номинальная процентная ставка превысит номинальные темпы роста и дефицит придется сокращать.

**ФиР:** Во многих странах во время пандемии резко вырос объем частного и государственного долга. С какими рисками это сопряжено?

**АС:** Еще до пандемии существовал риск, теперь, возможно, ставший еще актуальнее, того, что все пойдет по своего рода японскому сценарию: крайне медленный долгосрочный рост, увеличивающаяся долговая нагрузка, низкие процентные ставки и низкая инфляция. Разрастание госдолга, если не распорядиться им продуктивно, только усиливает этот риск.

Чтобы добиться роста, который начал бы сокращать долговую нагрузку, надо найти способы увеличить рост производительности труда. Надо найти способы сократить неравенство доходов продуктивным способом: например, повысить уровень зарплат среднего класса так, чтобы это поддержало спрос и в перспективе, можно надеяться, побудило компании к новым инвестициям. В период после пандемии еще важнее, чем раньше, найти способы повышения производительности труда и сокращения неравенства доходов.

**ФиР:** В некоторых странах снижаются цены на недвижимость. Сделает ли это ситуацию с высоким уровнем долга менее управляемой?

**АС:** Увеличение долга — симптом более глубокой проблемы. Она состоит в том, что в условиях роста доли дохода самой богатой группы населения экономика не в состоянии создавать достаточный спрос. В этом я и вижу самый серьезный риск вследствие серьезно возросшей долговой нагрузки.

Усиливающееся неравенство доходов по всему миру приводит к удорожанию активов и снижению процентных ставок. В результате наблюдается недостаточный спрос, поддержать который можно только за счет того, что домохозяйства со средним и низким доходом увеличивают объем заимствований.

Таким образом, настоящая опасность — это ловушка продолжительной стагнации, когда надолго устанавливается равновесное состояние с высоким долгом, низкими ставками и низкими расходами домохозяйств.

**ФиР:** Что бы Вы посоветовали правительствам предпринять в такой ситуации?

**АС:** Логично вкладывать деньги в инфраструктуру, особенно если это повысит производительность труда и зарплаты представителей среднего класса. Поскольку процентные ставки низкие, правительства могут занимать средства и тратить на инфраструктуру; потенциально это может дать хороший рост производительности. **ФР**

*Интервью было сокращено и отредактировано для большей ясности.*

**ПАУЛУ МЕДАШ** — начальник отдела в Департаменте по бюджетным вопросам МВФ.