



# Богатые и Великая рецессия

**Сосредоточенность на поведении среднего класса при объяснении подъема и спада в США может оказаться слишком ограниченной**

Бас Баккер и Джошуа Фелман

**В** традиционном повествовании о Великой рецессии, которая началась в США в 2007 году, основное внимание уделяется буму и спаду цен на жилье и их воздействию на расходы среднего класса, большая часть активов которого сосредоточена в жилье.

Богатым отводилась незначительная роль в резком увеличении и падении расходов. Зажиточные играли определенную

роль, но только как источники «избыточных сбережений» (Kumhof, Rancièrè, and Winant, 2013). Согласно этому объяснению, впечатляющий рост доходов богатых, начавшийся в 1980-х годах, побудил их предоставлять свои увеличившиеся сбережения в ссуду испытывающему трудности среднему классу, который использовал эти средства для поддержания роста потребления и спекуляции недвижимостью (Rajan, 2010).

В начале все шло удачно, пока бум на рынке недвижимости поддерживал подъем на основе строительства. Но к 2007 году музыка умолкла. Средний класс превысил свои финансовые возможности и прекратил покупку жилья, что привело к такому стремительному обвалу цен, что многие владельцы жилья неожиданно столкнулись с отрицательной стоимостью активов с учетом ипотеки — то есть они были должны ипотечным кредиторам больше, чем стоили их дома. Некоторые допустили дефолт. Другие быстро увеличили норму сбережений, с тем чтобы можно было выплатить свои долги (Mian and Sufi, 2014), сократив в процессе потребление. В результате наступил глубокий спад.

Но это традиционное повествование является неполным. Великая рецессия оказалось такой глубокой не только из-за снижения стоимости жилищных активов, но также по причине сокращения финансовых активов. Кроме того, богатые были не просто пассивными зрителями, они были активными участниками цикла потребления. Более того, с учетом размеров их активов, колебания расходов богатых, возможно, были основной движущей силой бума и последующего спада (Bakker and Felman, 2014).

Рисунок 1

## Колебания сбережений

Нормы сбережения были зеркально противоположны изменениям чистой стоимости активов. Когда чистые активы росли, нормы сбережения в США падали.

(Норма сбережения в процентах от располагаемого дохода) (Чистая стоимость активов населения в процентах от располагаемого дохода)



Источник: Bakker and Felman (2014).

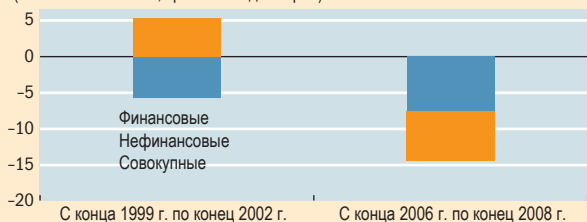
Примечание. Правая ось перевернута, с тем чтобы показать корреляцию между увеличением чистой стоимости активов и снижением норм сбережения и наоборот — между снижением чистой стоимости активов и ростом норм сбережения. Располагаемый доход — средства, которые имеются у домашних хозяйств для расходов или сбережений после уплаты налогов.

Рисунок 2

### Различные факторы

Во время обвала акций интернет-компаний снижение финансовых активов было компенсировано увеличением нефинансовых активов, в основном жилищных. Во время мирового финансового кризиса обрушились оба вида активов.

(Изменения активов, триллионы долларов)



Источник: Bakker and Felman (2014).

Эффект благосостояния сыграл важнейшую роль в падении нормы сбережений населения до кризиса и в ее взлете после кризиса (см. рис. 1). Цены на активы бурно росли в годы экономического бума, что заставляло людей считать себя более богатыми и побуждало их наращивать потребление и уменьшать свою норму сбережений. При обвале цен на активы во время кризиса эффект благосостояния действовал в обратном направлении, что привело к падению потребления (Case, Quigley, and Shiller, 2011).

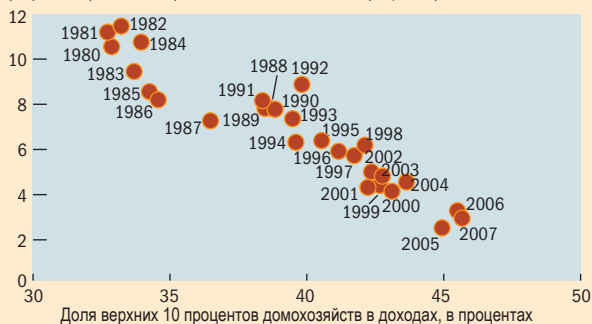
Авторы Mian and Sufi (2014) утверждают, что колебания цен на жилье имели критическое значение, поскольку приобретение недвижимости, в отличие от покупки финансовых активов, в основном финансируется за счет заимствования. Соответственно, снижение цен на жилье создавало финансовые трудности, вынуждая домашние хозяйства сокращать свои расходы. Они настаивают, что эта динамика объясняет, почему Великая рецессия была намного более суровой, чем обвал акций интернет-компаний (падение цен на акции в 2000 году после трехлетнего бума, вызванного интернет-компаниями), хотя снижение стоимости фондовых активов было примерно таким же, как падение стоимости жилищных активов позднее в течение этого десятилетия.

Рисунок 3

### Богатые транжиры

Нормы сбережения упали, когда распределение доходов сместилось в сторону богатых в течение трех десятилетий до наступления Великой рецессии.

(Норма сбережения от располагаемого дохода в процентах)



Источник: Bakker and Felman (2014).

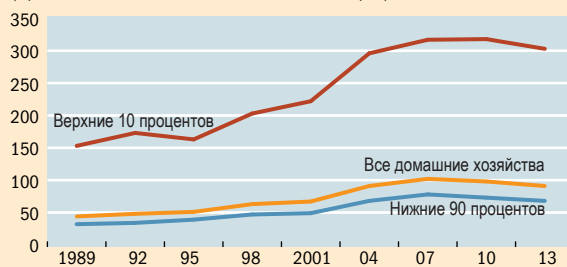
Примечание. Располагаемый доход — средства, которые имеются у домашних хозяйств для расходов или сбережений после уплаты налогов.

Рисунок 4

### Богатый должник, бедный должник

В годы до глобального кризиса заимствование богатых домашних хозяйств США увеличивалось так же быстро, как заимствование среднего класса.

(Средний долг домашних хозяйств, тысяч долларов)



Источник: Bakker and Felman (2014).

Но объяснение может быть гораздо проще. Обвал цен на акции интернет-компаний смягчался увеличением *нефинансовых* активов (в основном жилищных), тогда как крах рынка жилья *усугублялся* падением *финансовых* активов (см. рис. 2). На самом деле, на финансовые активы приходилось 8 трлн из 13 трлн долл. потеря чистых активов при их снижении от максимума к минимуму. Другими словами, одна из причин того, что сокращение потребления во время Великой рецессии было намного больше, чем во время обвала акций интернет-компаний, состояла в том, что *общие* потери чистых активов были намного больше.

### Норма сбережения богатых

Почему совокупная норма сбережения населения в годы перед кризисом снижалась, хотя в структуре распределения доходов происходил сдвиг в пользу богатых, которые, как считается, имеют высокую норму сбережения? Стандартное объяснение заключается в том, что уменьшение сбережений среднего класса намного превышало увеличение сбережений богатых. Совокупные данные о сбережениях по классам доходов отсутствуют. Тем не менее, стандартное объяснение неправдоподобно.

Если бы богатые накапливали бы много сбережений перед кризисом, то было бы сложно объяснить, почему корреляция между распределением доходов и сбережением в последние три десятилетия была весьма выражена *негативной*: чем больше доля доходов, приходившихся на богатых, тем меньше совокупные сбережения (см. рис. 3). Более того, перед кризисом долг богатых повышался так же быстро, как долг среднего класса (см. рис. 4). Эти данные свидетельствуют о том, что норма сбережения богатых должна была снижаться.

Но почему богатые уменьшали свою норму сбережения в период, когда их доходы быстро росли? Они реагировали на быстрое увеличение чистой стоимости активов. Отношение чистых активов к доходам для верхних 10 процентов по доходам увеличилось с 71 процента в 1994 году до 912 процентов в 2007 году. Напротив, отношение чистых активов к доходам для нижних 90 процентов в тот период возросло лишь умеренно, с 373 до 404 процентов (см. рис. 5). Хотя растущие доходы, возможно, поощряли более высокие сбережения среди богатых, это с избытком компенсировалось влиянием еще более быстрого роста их чистых активов, что побуждало их больше тратить и привело к уменьшению общей доли сбережения в доходах.

Если норма сбережения богатых менялась в рамках того же цикла, что и норма среднего класса, то богатые должны были играть ключевую роль в развитии подъема и спада в потреблении. В конечном итоге, они составляли группу, на которую

приходилась значительная часть прироста доходов и богатства в этот период (см. рис. 6).

Для иллюстрации этого на основе эмпирических данных мы рассчитали модель потребления, увязывающую потребление домашних хозяйств с (1) доходами 10 процентов домохозяйств с наиболее высокими доходами, (2) доходами 90 процентов домохозяйств с наименьшими доходами и (3) совокупными чистыми активами населения. Наши оценки показывают, что из каждого дополнительного доллара дохода средний класс потребляет 95 центов по сравнению со всего 65 центами для богатых. Это указывает на то, что богатые сберегают намного больше. Но богатые также обладают большим объемом чистых активов. Согласно нашим оценкам, предельная склонность к потреблению за счет богатства составляет 2,2 процента, что означает, что на каждый дополнительный доллар чистых активов потребление увеличится на 2,2 цента. Это, возможно, не выглядит как высокая доля, но поскольку чистые активы верхних 10 процентов настолько велики (50 трлн долл.), воздействие на потребление является значительным.

Затем мы используем модель для расчета роли богатых в динамике потребления. Мы ожидаем, что роль будет существен-

ной просто по причине того, что прирост их доходов и богатства намного превышал прирост у среднего класса.

Действительно, модель показывает нечто подлинно поразительное. Верхние 10 процентов по доходам обеспечивали основную часть роста общего потребления. С 2003 по 2013 год примерно 71 процент увеличения потребления приходился на богатых. Большая часть спада потребления с 2006 по 2009 год была результатом снижения потребления богатыми. Богатые также

## Большая часть спада потребления с 2006 по 2009 год была результатом снижения потребления богатыми.

сыграли важную роль в последующем подъеме, когда восстановление их чистых активов способствовало оживлению потребления (хотя и вялому, поскольку темпы роста доходов и отношения чистых активов к доходам оставались ниже докризисных уровней).

### Многие действующие лица

Наши результаты не являются окончательными, поскольку нет достоверных данных о поведении богатых в отношении расходов (или даже среднего класса). Вместе с тем имеющиеся данные указывают на то, что стандартное повествование о Великой рецессии необходимо скорректировать. Жилье сыграло свою роль, но свою роль сыграли и финансовые активы, на которые фактически приходилась подавляющая часть снижения чистых активов. Средний класс сыграл свою роль, но это относится и к богатым. Действительно, на богатых, возможно, приходилась основная часть колебаний совокупного потребления во время подъема и спада. Эти выводы представляют не только исторический интерес. Они имеют важные последствия для перспектив развития. На долю богатых в настоящее время приходится такая большая часть доходов и их богатство так велико, что колебания их активов могут потрясти экономику в будущем еще в большей степени. ■

*Бас Баккер — советник Европейского департамента МВФ, а Джошуа Фелман — заместитель директора Исследовательского департамента МВФ.*

### Литература:

Bakker, Bas B., and Joshua Felman, 2014, "The Rich and the Great Recession," IMF Working Paper 14/225 (Washington: International Monetary Fund).

Case, Karl E., John M. Quigley, and Robert Shiller, 2011, "Wealth Effects Revisited, 1978–2009," Cowles Foundation Discussion Paper No. 1884 (New Haven, Connecticut: Yale University).

Kumhof, Michael, Romain Rancière, and Pablo Winant, 2013, "Inequality, Leverage and Crises: The Case of Endogenous Default," IMF Working Paper 13/249 (Washington: International Monetary Fund).

Mian, Atif, and Amir Sufi, 2014, House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from happening Again (Chicago: University of Chicago Press).

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

Рисунок 5

### Быстрый рост богатства

Величина чистых активов в процентах к доходу для верхних 10 процентов домохозяйств в США резко увеличилась за период с 1994 по 2007 год.

(В процентах от располагаемого дохода для нижних 90 процентов) (В процентах от располагаемого дохода для верхних 10 процентов)



Источник: Bakker and Felman (2014).

Примечание. Располагаемый доход — средства, которые имеются у домашних хозяйств для расходов или сбережений после уплаты налогов.

Рисунок 6

### Активы и доходы обеспеченных

На богатых приходилась большая часть прироста доходов и богатства в США в период с 1989 по 2013 год.

(Триллионы долларов в ценах 2012 года)

(Триллионы долларов в ценах 2012 года)



Источник: Bakker and Felman (2014).

Примечание. Располагаемый доход — средства, которые имеются у домашних хозяйств для расходов или сбережений после уплаты налогов.