

Долги наши разные

Не каждый большой долг страшен

Всем хорошо известно, что большинство развитых экономик по уши в долгах. Однако сама по себе высокая долговая нагрузка - еще не приговор. Почему, например, инвесторы сильно беспокоятся по поводу высокого уровня госдолга Италии (115% ВВП) и даже отнюдь не высокого госдолга Испании (70% ВВП), но в значительно меньшей степени обеспокоены госдолгом, к примеру, Японии (госдолг нетто - 125% ВВП)?

Тут важны сразу несколько моментов. Около 90% госдолга Японии находится в руках резидентов, что для нынешних суверенных заемщиков довольно нетипично. Важно это по двум причинам. Во-первых, кредиторы-резиденты эмпирически менее склонны распродавать госдолг собственной страны по любому капризу рынка. Во-вторых, в случае роста процентных ставок по госдолгу эти самые более высокие проценты достаются резидентам страны госдолга. И из страны никуда не деваются - а это важно, потому что в случае необходимости суверен может обложить дополнительными налогами лишь своих граждан, а не чужих. Дотянуться до активов собственных граждан правительству всегда легче, чем до держателей-иностранцев, тем более что активы домохозяйств в Японии весьма велики.

Однако доверие инвесторов не бесконечно, злоупотреблять им опасно и в Японии. В конце концов, если правительство попытается обобрать своих граждан слишком уж грубо, введя, например, высокие налоги на имущество, есть риск, что даже традиционно архилояльные своей родине японцы постараются убежать из активов, руку на которые захочет наложить государство. А это - отток капитала и бегство из иены. Повышение других налогов, например на потребление, тоже не без недостатков, так как и без того слабый потребительский спрос в этом случае будет угнетаться. В общем, ситуация плохая, но не такая плохая, как в случае с держателями госдолга - нерезидентами, с которыми вообще ничего не поделаешь.

Столь же неоднозначна и ситуация с долгами частного сектора. К примеру, в Швейцарии долг домохозяйств выше, чем в США (118% ВВП против 87% ВВП). Однако, в отличие от Америки, в Швейцарии ипотечные кредиты выдавались более надежным заемщикам с высоким и стабильным доходом. И не было бума недвижимости с последующим обвалом. Соответственно, и проблем у швейцарских заемщиков куда меньше. В США же стоимость недвижимости начиная с 2007-го неуклонно снижается - часть заемщиков сталкивается с ситуацией, когда оставшиеся платежи по ипотеке превышают стоимость самой

недвижимости (negative equity), и принимает решение отказаться от ипотечных выплат. В особенности подобные дефолты популярны в тех штатах, где банки не имеют права рассчитывать на иное имущество заемщика, кроме заложенного дома (так называемые nonrecourse loans).

В итоге мы видим, что ненадежность долгов частного сектора и опасность волны дефолтов зависят не только от объема долгов, но и от наличия/отсутствия пузыря активов в предшествующие годы, динамики стоимости заложенного имущества, особенностей банковских практик, динамики безработицы (рост безработицы вызывает проблемы с кредитными платежами) и многих других параметров.

Суммирование этих факторов показывает, что, например, наибольших долговых проблем в ближайшее время стоит ждать от пережившей в середине 2000-х жилищный бум Испании. Именно поэтому инвесторы с ужасом смотрят на относительно маленький госдолг страны, ведь эти цифры ни о чем не говорят - вполне вероятен вариант, при котором Мадриду придется взять на себя «плохие» долги частного сектора (привет, ипотека!). Каким тогда будет госдолг - неизвестно, ясно только, что куда большим, чем нынешний. И расплата по нему будет такой же, как у Греции - прецедент имеется. Вот только выдержат ли все это безобразии немецкие налогоплательщики?