

Rozdział 15

Piotr Bolibok

ZADŁUŻENIE GOSPODARSTW DOMOWYCH W CZASIE PANDEMII COVID-19 – PERSPEKTYWA MIĘDZYNARODOWA

Wstęp

Doświadczenia historyczne wskazują, że zadłużenie gospodarstw domowych zwiększa wrażliwość popytu konsumpcyjnego na spadek dochodów, przyczyniając się do wzmocnienia siły oddziaływania negatywnych zjawisk szokowych na przebieg cyklu koniunkturalnego.³⁵² Problem ten unaoczniał dobitnie ostatni globalny kryzys finansowy, gdy w krajach o wyższym poziomie zadłużenia tego sektora odnotowywano na ogół silniejsze spadki konsumpcji, generujące dodatkową presję na ograniczenie skali aktywności gospodarczej.³⁵³

Gwałtowne pogorszenie warunków makroekonomicznych i towarzyszący mu wzrost niepewności powinny skłaniać gospodarstwa domowe do podejmowania bardziej racjonalnych decyzji finansowych, a w szczególności do akumulacji oszczędności i redukcji zadłużenia.³⁵⁴ Zjawiska te nasilają się zwłaszcza w czasie kryzysów wywołanych wybuchami epidemii i pandemii.³⁵⁵ Można zatem oczekiwać, że szok wywołany COVID-19 powinien prowadzić do narastania problemów z obsługą i wymuszonej redukcji zadłużenia ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami tych zjawisk dla sfery realnej i stabilności systemu finansowego. Doświadczenia wielu krajów nie wskazują jednak na materializację tego scenar-

³⁵² A. Fasianos, R. Lydon, *Do households with debt cut back their consumption more in response to shocks?*, "Research Technical Paper", Vol. 2021 (08), Central Bank of Ireland.

³⁵³ Zob. np. K. Rogoff, C. Reinhart, *Growth in a time of debt*, "American Economic Review" 2010, Vol. 100 (2), s. 578–578, K. Dynan, *Is a household debt overhang holding back consumption?*, "Brookings Papers on Economic Activity" 2012, Vol. 1, s. 299–362, M. Jarmuzek, R. Rozenov, *Excessive private leverage and its drivers: evidence from advanced economies*, "Applied Economics" 2019, Vol. 51 (34), s. 3787–3803.

³⁵⁴ B. Świecka, M. Musiał, *Zarządzanie finansami gospodarstw domowych w warunkach pogarszającej się sytuacji makroekonomicznej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 822, „Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu” 2014, nr 33, s. 89–98.

³⁵⁵ Ò. Jordà et al., *Longer-run economic consequences of pandemics*, "NBER Working Paper Series" 2020, 26934.

riusza³⁵⁶, do czego przyczyniły się zarówno podjęte na bezprecedensową skalę działania stabilizacyjne, zorientowane na ochronę miejsc pracy i dochodów ludności, jak i istotne wzmocnienie odporności systemów finansowych po doświadczeniach globalnego kryzysu finansowego.

Pomimo iż w literaturze przedmiotu dostępne są opracowania poświęcone zmianom zadłużenia gospodarstw domowych w czasie pandemii i jego oddziaływanie na przebieg kryzysu w poszczególnych krajach (zwłaszcza rozwiniętych), wciąż brakuje kompleksowych analiz tego zjawiska w przekroju międzynarodowym. Celem niniejszego rozdziału jest zatem wypełnienie istniejącej w tym zakresie luki.

1. Zadłużenie sektora gospodarstw domowych a szoki realne – ujęcie teoretyczne

Zgodnie z hipotezą cyklu życia reakcja wydatków konsumpcyjnych na utratę dochodów determinowana jest możliwością antycypowania i trwałości zjawisk szokowych oraz zdolnością gospodarstw domowych do wygładzania przebiegu konsumpcji w czasie.³⁵⁷ W warunkach ograniczonych zasobów oszczędności i możliwości zaciągania długu wygładzanie konsumpcji może być jednak utrudnione. Poziom zadłużenia gospodarstw domowych wyznacza zatem skalę reakcji wydatków na spadek dochodów.³⁵⁸

Głębokim załamaniem gospodarczym towarzyszy często eskalacja trudności w obsłudze zadłużenia w sektorze gospodarstw domowych, prowadząca do dalszego pogłębienia recesji.³⁵⁹ Gwałtowna utrata dochodów dotyczy jednak zwykle stosunkowo niewielkiej liczby pracujących. Choć szok wywołany pandemią COVID-19 wydaje się wpisywać w ten schemat, w przypadku wielu gospodarek zarówno tempo, jak i zasięg sektorowy redukcji zatrudnienia znacznie przewyższyły poziomy notowane w czasie poprzednich recesji.³⁶⁰

³⁵⁶ S. Cherry et al., *Government and private household debt relief during COVID-19*, "Brookings Papers on Economic Activity" 2021, BPEA Conference Drafts, September 9, s. 1.

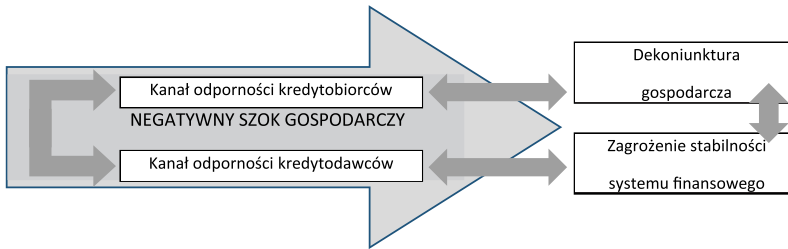
³⁵⁷ M. Friedman, *A theory of the consumption function*, Dover Publications, New York 2020.

³⁵⁸ T. Jappelli, M. Pagano, *Saving, growth, and liquidity constraints*, "The Quarterly Journal of Economics" 1994, Vol. 109, No. 1, s. 83–109; S. Baker, C. Yannelis, *Income changes and consumption: evidence from the 2013 Federal Government shutdown*, "Review of Economic Dynamics" 2017, Vol. 23, s. 99–124; J. Le Blanc, R. Lydon, *Indebtedness and spending: What happens when the music stops?*, European Central Bank "Working Paper Series" 2020, nr 2389.

³⁵⁹ A. Mian, A. Sufi, *The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the U.S. mortgage default crisis*, "Quarterly Journal of Economics" 2009, vol. 124, s. 1449–1496; S. M. Wachter et al., *Real Estate and the Great Crisis: Lessons for Macro-Prudential Policy*, "Contemporary Economic Policy" 2019, vol. 37, s. 121–137.

³⁶⁰ F. Guvenen et al., *The nature of countercyclical income risk*, "Journal of Political Economy" 2014, vol. 122, s. 621–660.

Zadłużone gospodarstwa domowe cechują się zwiększoną wrażliwością na utratę dochodów, wynikającą z trudności w pogodzeniu prawidłowej obsługi zadłużenia z utrzymaniem satysfakcjonującego poziomu konsumpcji. Istotny poziom zadłużenia może przyczyniać się zatem do wzmocnienia wpływu zjawisk szokowych na koniunkturę gospodarczą oraz stabilność systemu finansowego. Proces ten zachodzi zazwyczaj w obrębie dwóch kanałów (Rysunek 15.1).



Rysunek 15.1 Kanały oddziaływania zadłużenia sektora gospodarstw domowych na wzmocnienie negatywnych szoków gospodarczych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie J. Franklin, G. Green, L. Rice-Jones, S. Venables, T. Wukovits-Votzi, *Household debt and COVID*, "Bank of England Quarterly Bulletin" 2021, Q2, s. 4.

Kanał odporności kredytobiorców polega na pogłębieniu recesji w rezultacie ograniczaniu wydatków przez zadłużone gospodarstwa domowe. Może być ono konsekwencją zarówno dążenia do utrzymania prawidłowej obsługi zadłużenia, akumulacji oszczędności przezornościowych, jak i zaostrzenia kryteriów udzielania kredytów i pożyczek.

W kanale odporności kredytodawców eskalacja strat ponoszonych przez instytucje finansowe w następstwie narastania nieprawidłowości w obsłudze zadłużenia wymusza zaostrzenia polityki kredytowej i pogłębienia recesji w związku z ograniczeniem podaży kredytu. Prawdopodobieństwo materializacji takiego scenariusza jest tym większe, im niższa jest jakość zabezpieczenia portfeli wierzycelności kredytowych.

Pomiędzy oboma kanałami mogą również zachodzić sprzężenia zwrotne. Spadek dostępności kredytu może wywołać presję deflacyjną na rynkach aktywów (zwłaszcza nieruchomości), zwiększającą straty wierzycieli w sytuacji niewypłacalności dłużników.³⁶¹

³⁶¹ J. Franklin et al., *Household debt and COVID*, "Bank of England Quarterly Bulletin" 2021, Q2, s. 4.

2. Przegląd wyników badań empirycznych nad zadłużeniem sektora gospodarstw domowych w okresie pandemii COVID-19

Badania przeprowadzone w krajach rozwiniętych wskazują na ogół, że w odróżnieniu od poprzednich kryzysów, zadłużenie gospodarstw domowych nie przyczyniło się w istotnym stopniu do pogłębienia recesji wywołanej COVID-19.³⁶² Wynikało to przede wszystkim z uruchomionych na bezprecedensową skalę instrumentów polityki stabilizacyjnej, zorientowanych na ochronę miejsc pracy i dochodów ludności, jak i ułatwienie obsługi zadłużenia poprzez moratoria kredytowe, czy limity oprocentowania kredytów.³⁶³ Nie bez znaczenia w tym kontekście pozostaje również wzmocnienie stabilności sektorów bankowych po doświadczeniach globalnego kryzysu finansowego. Poprawa struktury funduszy własnych oraz współczynników wypłacalności banków istotnie ułatwiły udzielanie wsparcia dłużnikom, zwłaszcza w warunkach obniżającej się wiarygodności kredytowej sektora gospodarstw domowych i wzrostu ryzyka związanego z jego finansowaniem.³⁶⁴ Należy jednak podkreślić, że w rezultacie implementowanych w ostatnich latach regulacji ostrożnościowych znacząco zwiększyła się również odporność samego sektora gospodarstw domowych na negatywne zjawiska szokowe.³⁶⁵

Pozytywny wpływ na sytuację finansową gospodarstw domowych miało także przymusowe ograniczenie wydatków w następstwie restrykcji związanych z przeciwdziałaniem COVID-19. Zjawisko to odnotowano zarówno w krajach rozwiniętych³⁶⁶, jak i na rynkach wschodzących³⁶⁷. W obliczu pandemii wyraźnie zwiększyła się też skłonność do oszczędzania i dokładnego planowania wydatków,³⁶⁸ a wielkość i struktura zobowiązań ulegała racjonalizacji.³⁶⁹

³⁶² J. MacGee et al., *The heterogeneous effects of COVID-19 on Canadian household consumption, debt and savings*, "Bank of Canada Staff Working Paper" 2020, No. 51; S. Cherry et al., op. cit.; J. Franklin et al., op. cit.

³⁶³ Ł. Gębski, *The impact of the crisis triggered by the COVID-19 pandemic and the actions of regulators on the consumer finance market in Poland and other European Union countries*, "Risks" 2021, Vol. 9, 102; *COVID-19: Household debt during the pandemic*, Congressional Research Service, Report No. R46578, May 2021.

³⁶⁴ Ibidem, s. 15.

³⁶⁵ J. Franklin et al., op. cit., s. 3.

³⁶⁶ J. Franklin et al., op. cit., s. 7.

³⁶⁷ Największe spadki konsumpcji odnotowano w miastach, gdzie udział dyskrejonalnych wydatków na dobra i usługi wyższego rzędu jest wyższy niż na terenach wiejskich – zob. T. Liu, B. Pan, Z. Yin, *Pandemic, mobile payment, and household consumption: micro-evidence from China*, "Emerging Markets Finance and Trade" 2020, vol. 56 (10), s. 2378–2389.

³⁶⁸ A. Paździór, A. Majek, *Impact of COVID-19 on Household's Financial Situation in Poland*, „European Research Studies Journal” 2021, vol. XXIV, i. 2, s. 492–502.

³⁶⁹ Ł. Kurowski, *Household's overindebtedness during the COVID-19 crisis: The role of debt and financial literacy*, "Risks" 2021, no. 9 (4), 62.

Warto podkreślić, że nadzwyczajne oszczędności wygenerowane w okresie pandemii były na ogół wykorzystywane bardzo racjonalnie. Na ogół przeznaczane były one bowiem przede wszystkim na spłatę najwyższej oprocentowanych form zadłużenia (w szczególności limitów debetowych i kart kredytowych), zaś największa redukcja długu wystąpiła w grupach o najniższej wiarygodności kredytowej.³⁷⁰

Wyniki badań w przekroju międzynarodowym przeprowadzonych przez K. Waliszewskiego i A. Warchlewską wskazują, że o ile dla większości krajów na poziomie indywidualnym wysokość zadłużenia gospodarstw domowych była dodatnio skorelowana ze zmianami wydatków w czasie pandemii, o tyle jego wpływ na zmiany poziomu oszczędności był wyraźnie zróżnicowany. Podczas gdy w Austrii, Belgii, Hiszpanii, Niemczech i Polsce stwierdzono zależność ujemną, w Turcji i Stanach Zjednoczonych okazała się ona dodatnia.³⁷¹ Z kolei M. Czech i B. Puszer wskazują na zróżnicowany wpływ wiodących parametrów makroekonomicznych (PKB, stopa bezrobocia, tempo inflacji, zmiany poziomu płac i stóp procentowych) na poziom zadłużenia konsumpcyjnego w poszczególnych krajach Grupy Wyszehradzkiej.³⁷²

Pomimo gwałtownego spadku PKB, uruchomione w wielu krajach instrumenty polityki stabilizacyjnej stanowiły istotne wsparcie dla dotkniętych ekonomicznymi konsekwencjami pandemii gospodarstw domowych³⁷³. Trafny dobór narzędzi interwencyjnych i szybkość ich wprowadzenia umożliwiły znaczące ograniczenie negatywnych skutków pandemii związanych z nadmiernym zadłużeniem i eskalacją upadłości konsumenckiej.³⁷⁴

Do złagodzenia niekorzystnego wpływu zadłużenia na głębokość recesji przyczyniło się także umożliwienie dłużnikom korzystania z moratoriów kredytowych, realizowanych zarówno na mocy wprowadzonych doraźne rozwiązań legislacyjnych³⁷⁵, jak i indywidualnej renegotjacji warunków spłaty zadłużenia. Efektywność tych rozwiązań wynikała przede wszystkim z oparcia na zdecentralizowanych mechanizmach sektora prywatnego. O ewentualnym skorzystaniu z zawieszenia spłat decydowali bowiem sami dłużnicy, zaś system bankowy stanowił zarówno kanał implementacji, jak i alternatywę dla rozwiązań oferowanych w ramach programów rządowych.³⁷⁶ Tym samym, w przeciwieństwie do globalnego kryzysu

³⁷⁰ *Trends in household non-mortgage loans: The evolution of Canadian household debt before and during COVID-19*, Statistics Canada, August 2021.

³⁷¹ K. Waliszewski, A. Warchlewska, *Comparative analysis of Poland and selected countries in terms of household financial behaviour during the COVID-19 pandemic*, "Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy" 2021,16 (3), s. 577-615.

³⁷² M. Czech, B. Puszer, *Impact of the COVID-19 pandemic on the consumer credit market in V4 countries*, "Risks" 2021, Vol. 9, 229, s. 15.

³⁷³ Zob. np. N. Cox et al., *Initial impacts of the pandemic on consumer behavior: Evidence from linked income, spending, and savings data*, "Brookings Papers on Economic Activity: COVID-19 and the Economy: Part One" 2020, s. 35-69, P. Bourquin et al., *The effects of coronavirus on household finances and financial distress*, The Institute for Fiscal Studies, Briefing Note 298, June 2020.

³⁷⁴ Ł. Gębski, op. cit., s. 6-7.

³⁷⁵ Zob. np. Public Law 116 - 136 - Mar. 27, 2020, Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act, 116th Congress, 134 Stat. 281, sekcje 4022 i 4023.

³⁷⁶ S. Cherry et al., op. cit., s. 1-2.

finansowego, sektor bankowy w okresie pandemii zaczął być traktowany jako przyjazne klientom ogniwo łagodzenia negatywnych zjawisk szokowych.³⁷⁷

Badania przeprowadzone przez firmę Intrum na próbie 24 tys. respondentów z 24 krajów Europy wskazują, że z moratoriów skorzystało w 2020 r. ok. 9% gospodarstw domowych dotkniętych spadkiem dochodów. Najczęściej stosowano je w przypadku najbardziej kosztownych form zadłużenia – kart kredytowych, limitów debetowych oraz pożyczek gotówkowych.³⁷⁸

Wpływ pandemii na sytuację finansową poszczególnych gospodarstw domowych był jednak wyraźnie zróżnicowany, odzwierciedlając dysproporcje w strukturze konsumpcji, skali ubytku dochodów i możliwościach ich uzupełniania świadczeniami transferowymi. Najmniej zamożne gospodarstwa, w budżetach których dominują wydatki na dobra i usługi pierwszej potrzeby, zmuszone były często do dezoszczędzania i zaciągania zobowiązań.³⁷⁹ Po dodatkowy dług sięgały również gospodarstwa z klasy średniej, dla których środki pochodzące z programów wsparcia nie były w stanie w pełni zrekompensować ubytku dochodów.³⁸⁰ W Wielkiej Brytanii blisko połowa (45%) osób, które doświadczyły spadku dochodów zadłużyła się na poczet pokrycia wymaganych wydatków, sięgając zazwyczaj po wysokooprocentowane instrumenty, jak karty kredytowe, kredyty *overdraft*, czy pożyczki gotówkowe.³⁸¹ Równocześnie gospodarstwa zamożne, o wysokim udziale wydatków dyskrejonalnych, których realizacja w warunkach restrykcji była utrudniona, miały możliwość gromadzenia nadzwyczajnych oszczędności³⁸² i zredukowania zadłużenia konsumpcyjnego.³⁸³ Poprawie sytuacji finansowej tej warstwy sprzyjał również wzrost wartości majątków netto napędzany rosnącymi cenami nieruchomości.³⁸⁴ Pandemia przyczyniła się zatem do pogłębienia dysproporcji majątkowych i finansowych.

Bezpośrednim skutkiem pandemii był również wzrost udziału zadłużonych gospodarstw domowych o niskiej odporności lub znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej.³⁸⁵ Część gospodarstw popadła również w nadmierne zadłużenie w następstwie konieczności zaciągnięcia kolejnych zobowiązań.³⁸⁶ Problemy finansowe najczęściej dotyczyły gospodarstw korzystających w istotnym zakresie

³⁷⁷ E. Bensley et al., *Remaking banking customer experience in response to coronavirus*, McKinsey & Company, April 2020, s. 2–5.

³⁷⁸ *European Consumer Payment Report 2020*, Intrum, s. 6.

³⁷⁹ J. Franklin et al., op. cit., s. 7, 12.

³⁸⁰ Problem ten był szczególnie wyraźny w przypadku gospodarstw domowych posiadających zadłużenie hipoteczne – zob. O. Bilyk et al., *Household indebtedness risks in the wake of COVID-19*, Bank of Canada, “Staff Analytical Note” 2020, Vol. 8.

³⁸¹ *Stormy weather. The impact of the COVID-19 pandemic on financial difficulty in January 2021*, Step Change Debt Charity, s. 14–15.

³⁸² J. MacGee et al., op. cit., s. 1–41.

³⁸³ *Nordic debt collection analysis*, 2021, No. 1, Intrum, s. 8–9.

³⁸⁴ *Ibidem*.

³⁸⁵ *Financial lives 2020 survey: the impact of coronavirus*, Financial Conduct Authority, London 2021, s. 80–82, J. van Ophem, *COVID-19 and consumer financial vulnerability*, “Central European Review of Economics and Management” 2020, vol. 4 (4), s. 115–132.

³⁸⁶ Ł. Kurowski, op. cit., s. 1.

z kredytów i pożyczek konsumpcyjnych, które zwykle posiadają niższe dochody i częściej borykają się z problemem bezrobocia.³⁸⁷ Z kolei gospodarstwa korzystające z kredytów hipotecznych, z wyższym poziomem i większą stabilnością dochodów, były częściej w stanie ograniczyć wydatki.³⁸⁸ Należy jednak zauważyć, że w niektórych krajach, zwłaszcza w Chorwacji, Polsce i Rumunii, dodatkowe źródło ryzyka związanego z wybuchem pandemii stanowiły znaczące portfele kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych, w przypadku których wydatki na obsługę zadłużenia odnotowały wyraźny wzrost w wyniku wywołanej kryzysem deprecjacji walut krajowych.³⁸⁹

3. Wpływ pandemii COVID-19 na zadłużenie gospodarstw domowych w krajach OECD

Dotychczasowe badania nad wpływem pandemii COVID-19 na zadłużenie sektora gospodarstw domowych i jego konsekwencjami dla głębokości recesji w koncentrują się na ogół na sytuacji w poszczególnych krajach. W niniejszym opracowaniu podjęto próbę scharakteryzowania tych zależności w przekroju międzynarodowym, obejmując badaniem kraje członkowskie OECD za 2020 r., co podyktowane zostało dostępnością niezbędnych danych.

Mimo iż niemal we wszystkich objętych badaniem krajach realny PKB *per capita* uległ w 2020 r. wyraźnemu obniżeniu (wyjątek stanowiły Irlandia oraz Turcja), dochody rozporządzone gospodarstw domowych odnotowały wyraźnie łagodniejszy spadek lub wzrosły (Rysunek 15.2). Jedynie w Meksyku i Nowej Zelandii realny spadek dochodów był silniejszy niż PKB.

Złagodzenie spadku dochodów rozporządzalnych w porównaniu z PKB było możliwe głównie dzięki podjętym działaniom stabilizacyjnym. Ilustracją rozmiarów interwencji fiskalnej w poszczególnych krajach może być realny przyrost długu publicznego (Rysunek 15.3).

Choć realne tempo zmian długu publicznego *per capita* było silnie zróżnicowane, wahając się od ok. -0,5% w Kolumbii do 83% dla Estonii, w zdecydowanej większości badanych krajów (30 z 37) przekroczyło ono 10%, zaś jego mediana wyniosła 16,9%.

Wprowadzenie obostrzeń oraz wzrost niepewności wpłynęły na ograniczenie wydatków konsumpcyjnych we wszystkich badanych krajach z wyjątkiem Turcji. Utrzymanie dodatniego tempa wzrostu lub złagodzenie spadku dochodów rozporządzalnych dzięki działaniom stabilizacyjnym przełożyło się jednocześnie na wzrost stopy oszczędności (Rysunek 15.4).

³⁸⁷ Ibidem, s. 7–15.

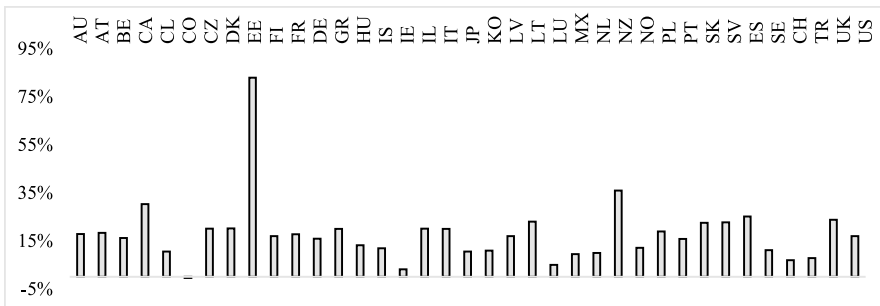
³⁸⁸ J. Franklin et al., op. cit., s. 3 i 13–15.

³⁸⁹ ERSB risk dashboard, Issue 38, November 2021, European Systemic Risk Board, European Central Bank, s. 2.



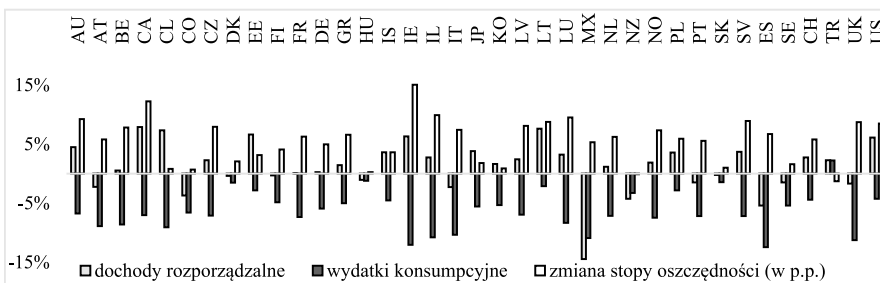
Rysunek 15.2. Realne zmiany PKB i dochodu rozporządzalnego brutto gospodarstw domowych *per capita* w krajach OECD w 2020 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie OECD.Stat (<https://stats.oecd.org/>, 10.01.2022), Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat>, 10.01.2022), CEIC Data (<https://www.ceicdata.com/en>, 10.01.2022), Central Bureau of Statistics (<https://www.cbs.gov.il/>, 10.01.2022), Statistics Iceland (<https://px.hagstofa.is>, 10.01.2022), Stats NZ (<https://www.stats.govt.nz>, 10.01.2022), Cabinet Office, <https://www.esri.cao.go.jp/>, 10.01.2022) oraz Banco de México (<https://www.banxico.org.mx/>, 10.01.2022).



Rysunek 15.3 Realny przyrost długu publicznego *per capita* w krajach OECD w 2020 r.

Źródło: jak dla Rysunku 15.2.



Rysunek 15.4. Realne zmiany wydatków konsumpcyjnych i dochodów rozporządzalnych *per capita* oraz stopy oszczędności gospodarstw domowych w krajach OECD w 2020 r.

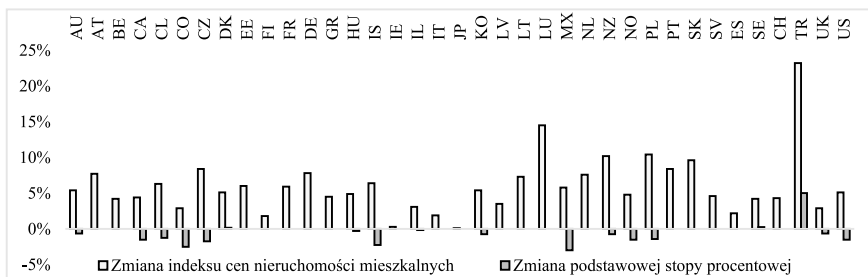
Źródło: jak dla Rysunku 15.2.

W zdecydowanej większości badanych krajów akumulacja nadzwyczajnych oszczędności została wykorzystana przez gospodarstwa domowe do zredukowania zadłużenia z tytułu zadłużenia krótkoterminowego (Rysunek 14.5). Mediana spadków wyniosła 10,2%, przy czym największe z nich odnotowano w Irlandii (35%), na Litwie (26%) oraz w Chile i Polsce (po 21%). Zgoła odmiennie kształtowała się natomiast dynamika kredytów i pożyczek długoterminowych, obejmujących w głównej mierze zadłużenie hipoteczne. We wszystkich objętych analizą krajach z wyjątkiem Grecji, Hiszpanii oraz Irlandii, zadłużenie to realnie wzrosło (mediana na poziomie o 4,6%), głównie za sprawą rosnących równolegle cen nieruchomości mieszkalnych, a nierzadko również poluzowania polityki monetarnej (Rysunek 15.5).



Rysunek 15.5. Realne zmiany zadłużenia gospodarstw domowych w krajach OECD w 2020 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECB Statistical Data Warehouse (<https://sdw.ecb.europa.eu>, 10.01.2022) oraz OECD.Stat (<https://stats.oecd.org/>, 10.01.2022).



Rysunek 15.6. Zmiany indeksów cen nieruchomości mieszkalnych i podstawowych stóp procentowych w krajach OECD w 2020 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie OECD.Stat (<https://stats.oecd.org/>, 10.01.2022).

Zmiany poziomu zobowiązań długoterminowych stanowiły równocześnie główną siłę napędową łącznego zadłużenia gospodarstw domowych. W analizowanym okresie wzrosło ono w ujęciu realnym w 32 z 37 objętych badaniem krajów (mediana na poziomie 3,6%). Najwyższe przyrosty odnotowano w Meksyku (22%), Turcji (16%) oraz Korei Południowej (9%), natomiast największe spadki w Grecji (4%) oraz Irlandii (3%).

Kompleksowa ocena skutków pandemii dla zadłużenia gospodarstw domowych oraz jego wpływu na głębokość recesji w przekroju międzynarodowym wymaga uwzględnienia szeregu zależności zachodzących pomiędzy kluczowymi czynnikami kształtującymi te zjawiska. Mając na względzie złożoność tych relacji, do celów analitycznych posłużono się metodą modelowania równań strukturalnych przy wykorzystaniu pakietu StataSE 14.0. Biorąc pod uwagę przedstawione uprzednio ustalenia, analizie poddano zależności zachodzące pomiędzy zmianami poziomu zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu krótko- i długoterminowych kredytów i pożyczek, a wahaniami PKB, dochodów rozporządzalnych, oszczędności brutto i wydatków konsumpcyjnych *per capita* oraz podstawowych stóp procentowych, cen nieruchomości mieszkalnych i długu publicznego w ujęciu realnym w 2020 r. Jako dodatkowe zmienne kontrolne zastosowano logarytmy naturalne relacji zadłużenia gospodarstw domowych do dochodu rozporządzalnego oraz PKB *per capita* za 2019 r. Wyniki estymacji przedstawia Rysunek 15.7.

Znaki oszacowań poszczególnych parametrów strukturalnych obrazujących zależności pomiędzy analizowanymi zmiennymi są generalnie zgodne z oczekiwaniami. Mimo niewielkiej liczby dostępnych obserwacji badanie pozwoliło zarówno na zidentyfikowanie kluczowych czynników kształtujących zadłużenie gospodarstw domowych w okresie pandemii, jak i ocenę jego wpływu na przebieg recesji.

Wyniki estymacji wskazują, że choć realny spadek PKB, wywołany m. in. ograniczeniem popytu konsumpcyjnego, osłabiał dynamikę dochodów rozporządzalnych, jej wsparcie działaniami interwencyjnymi przy zmniejszonych wydatkach konsumpcyjnych umożliwiło znaczący wzrost zasobów oszczędności gospodarstw domowych. Mimo, iż nadzwyczajna akumulacja oszczędności pozwoliła na silną redukcję zadłużenia o charakterze krótkoterminowym, nie przyczyniła się ona do istotnego osłabienia popytu konsumpcyjnego. Utrzymujący się równoległy wzrost cen nieruchomości mieszkalnych pobudzał natomiast popyt na finansowanie hipoteczne. Choć przyrost długoterminowego zadłużenia nie był w stanie istotnie ograniczyć spadku PKB bezpośrednio w kanale popytu inwestycyjnego, mógł on jednak przyczynić się do złagodzenia spadku popytu konsumpcyjnego. Uzyskane rezultaty potwierdziły równocześnie, że wyjściowy poziom zadłużenia gospodarstw domowych nie wpływał istotnie na dynamikę popytu konsumpcyjnego, oszczędności, ani kredytów i pożyczek w czasie pandemii.

Podsumowanie

Uzyskane wyniki wskazują, że w krajach OECD zadłużenie gospodarstw domowych nie wpłynęło istotnie na pogłębienie recesji wywołanej pandemią COVID-19. W większości z nich wymuszony restrykcjami spadek wydatków konsumpcyjnych, przy wsparciu dochodów rozporządzalnych w drodze interwencji fiskalnej, umożliwił nadzwyczajną akumulację oszczędności, które w istotnym zakresie przeznaczone zostały na redukcję zadłużenia konsumpcyjnego. Zmniejszenie skali tego zadłużenia nie wpłynęło jednak istotnie na osłabienie popytu konsumpcyjnego.

i mniej stabilnych dochodach były często zmuszone do dezoszczędzania i zaciągania dodatkowych zobowiązań.

Ostateczny wpływ zadłużenia sektora gospodarstw domowych na sytuację gospodarczą zależy będzie od dalszego przebiegu pandemii oraz faktycznej trajektorii ożywienia gospodarczego w warunkach rosnącej presji inflacyjnej i destabilizacji sytuacji geopolitycznej w Europie. W tym kontekście oddziaływanie to zależy będzie nie tylko od zakresu i skuteczności implementowanych w poszczególnych krajach instrumentów polityki gospodarczej, ale także od zdolności adaptacyjnych gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i instytucji finansowych.