



◀ **Алексей ТРЕТЬЯКОВ,**  
генеральный директор,  
УК «Арикапитал»

## Грозит ли США долговой кризис?

**В** начале 2018 года мировые фондовые индексы обновили исторические максимумы, облигации развивающихся стран сократили премию по отношению к безрисковым US Treasuries до минимума с 2007 года. Участники рынка сошлись во мнении, что растущая американская и мировая экономика — это хорошо для акций и валют развивающихся стран, плохо для доллара и долгосрочных облигаций. Защитные активы, такие как US Treasuries, потеряли привлекательность из-за ожиданий повышений ставки ФРС, ускорения инфляции и увеличения эмиссии для финансирования бюджетного дефицита США. Возможно, растущий тренд в рискованных активах и падающий тренд в защитных продолжится еще один или несколько месяцев. Но на долгосрочном горизонте проявляется фактор риска, который в отличие от уже приевшихся «пугалок» вроде замедления китайской экономики сработает с высокой долей вероятности в ближайшие два года. Речь идет о процентных расходах американского бюджета.

В последние годы тема американского долга активно освещалась в СМИ, но чаще всего в свете очередных дебатов по поводу повышения потолка госдолга. А ведь номинальный объем долга — мало что значащий индикатор! Имеет значение отношение госдолга к ВВП. И еще более важный показатель — отношение процентных расходов к доходам бюджета или к ВВП. Именно этот индикатор дает ответ, почему такие страны, как Германия или Голландия, при долге выше 60% ВВП обладают кредитным рейтингом максимального уровня надежности — AAA, а Украина или Эквадор рискуют не справиться и объявить дефолт.

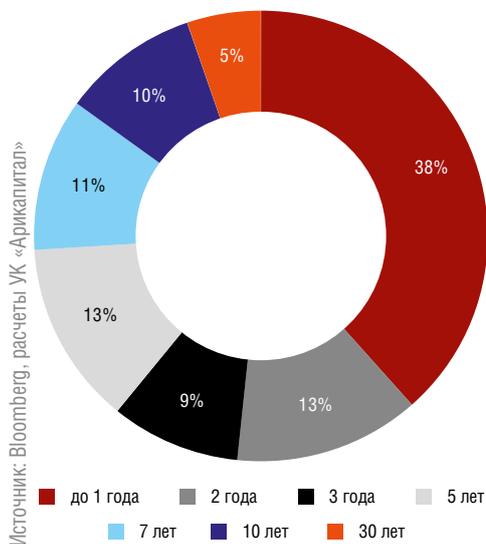
Что касается США, то до последнего времени журналисты часто преувели-

чивали проблему непомерного долгового бремени. Последние несколько лет в относительном выражении долг увеличивался незначительно, а доля бюджетных доходов, идущих на процентные выплаты, даже снижалась — с 7.1% в 2010 году до 6.1% в 2016-м (по данным Standard&Poor's). Если сравнивать с пиком начала 90-х годов, когда на обслуживание долга уходило 18% бюджета, может создаться впечатление, что США могут безболезненно нарастить свой долг в разы по отношению к текущему уровню.

Теоретически это так, но на практике именно сейчас стоит начать беспокоиться по поводу кредитоспособности США. После того как в 2008 году ФРС США опустила ставки практиче-

ски до нуля, средняя стоимость привлечения долга снижалась постепенно по мере замещения обязательств, выпущенных в эпоху гиперинфляции, на более дешевые. Одновременно Минфин США увеличивал в структуре долга долю коротких векселей. Снижение ставок позволяло компенсировать увеличение объема долга до 2015 года, когда доля процентных расходов составила минимальные за несколько десятилетий 5.9% от поступлений в бюджет. Процесс замещения старого дорогого долга еще не полностью завершился, например в 2018 году казначейство погасит два выпуска 30-летних облигаций, выпущенных в 1988 году под ставку 9%. Однако после того, как ФРС повысила

**Рисунок 1. Структура эмиссии американских государственных долговых инструментов в 2017 году (общий объем — \$3.4 трлн)**



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Арикапитал»

за последние полтора года ставку четыре раза — с 0.25–0.5% до 1.25–1.50%, — эффект рефинансирования стал ухудшаться, а не улучшать среднюю стоимость долга.

Еще одна причина для беспокойства — бюджетная политика США. Исторически в период экономического подъема правительство США сокращало бюджетный дефицит, снижая отношение госдолга к ВВП и накапливая ресурсы для стимулирования экономики в период рецессии. Увеличение бюджетного дефицита в 2016 году на фоне процветающей экономики стало первым таким случаем за последние 20 лет. А принятие налоговой реформы может еще больше усугубить ситуацию.

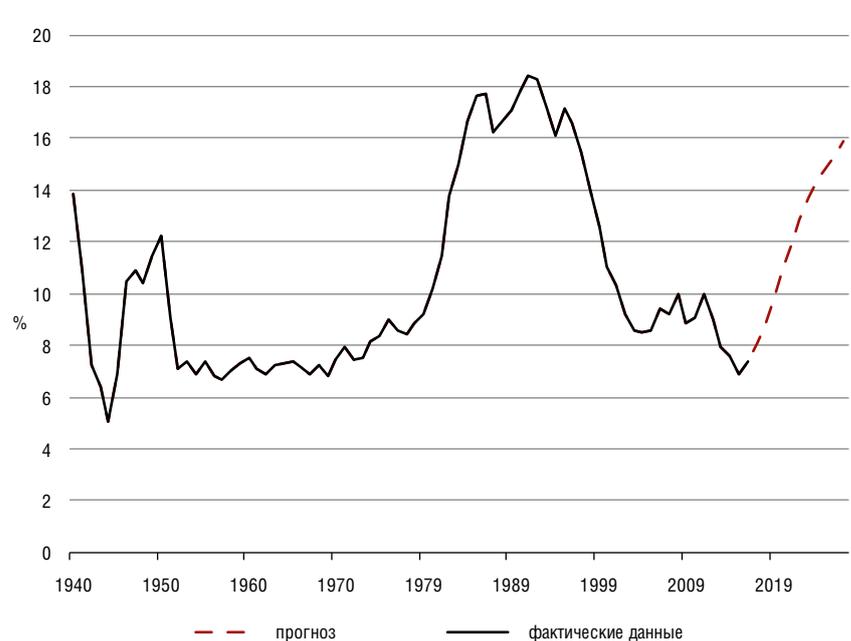
Согласно прогнозу бюджетного комитета Конгресса США, уже в 2019 году процентные расходы будут на 50% выше, чем в 2016 году, а за 10 лет с 2018-го по 2027 год они вырастут почти в четыре раза — с \$240 млрд до \$818 млрд — при базовом сценарии роста номинального ВВП на 4% в год и постепенного роста стоимости обслуживания долга с 2.2% до 3.5% годовых. По нашим оценкам, если ФРС доведет ключевую ставку в 2019 году до 2.75%, а доходность 10-летних US Treasuries превысит 3%, процентные расходы будут еще выше — около \$400 млрд в 2019 году.

При совмещении прогноза бюджетного Комитета с историческими данными видно, что уровень расходов из текущего состояния, когда на проценты уходит минимальный объем средств в современной истории США, в следующее десятилетие вырастет до кризисного уровня конца 80-х годов.

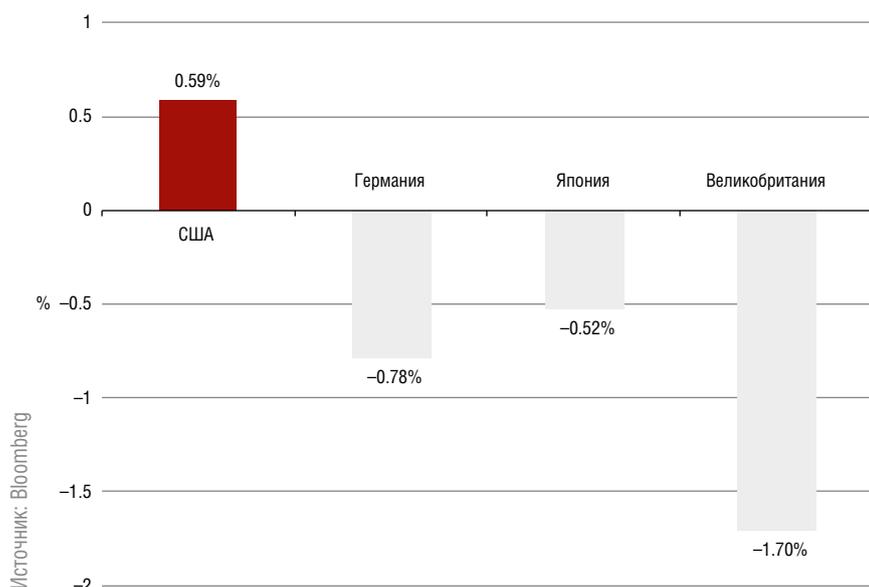
Несмотря на то что в прошлом США уже проходили через такой пик процентных расходов, сохраняя максимальный кредитный рейтинг AAA, в последние годы увеличение расходов вызывало негативные действия со стороны рейтинговых агентств. Текущие рейтинги развитых стран, как правило, коррелируют с уровнем долга и процентных расходов. Страны с AAA-рейтингом — Швейцария, Дания, Швеция — благодаря отрицательным ставкам почти ничего не тратят на обслуживание долга. Среди стран с таким же уровнем процентных расходов, как у США, только Канада сохраняет рейтинг AAA. При этом если реализуется сценарий роста процентных расходов, то США в следующие 2–3 года окажутся не только хуже всех стран в своей рейтинговой группе, но и оторвутся от обремененных долгами Италии и Португалии (в их текущем состоянии) и будут сопоставимы с развивающимися странами с рейтингами «мусорного» уровня.

Сравнение государственных облигаций с защитой от инфляции наглядно показывает, что США избыточно щедры на фоне ведущих держав. Если бы американские регуляторы «поработали» над снижением реальной доходности с текущего уровня 0.6% (по 10-летним государственным облигациям TIPS) до уровня Германии (-0.8%) или Великобритании (-1.7%), то долговая проблема была бы полностью устранена. По нашим расчетам, отношение процентных расходов к бюджетным доходам останется на текущем уровне (максимально комфортном за последние

**Рисунок 2**  
Чистые процентные расходы относительно доходов бюджета США



Источник: The Office of Management and Budget (OMB), расчеты УК «Арикапитал»



**Рисунок 3**  
Доходность по 10-летним государственным облигациям с защитой от инфляции (в реальном выражении)

**Рисунок 4**  
Прогноз доли от доходов бюджета США, направляемой на обслуживание долга (выделены зоны, в которых данный показатель находится у других развитых стран)

70 лет) даже при умеренных темпах роста ВВП (2% в год) и инфляции (2%). При текущих темпах роста экономики 3% в год процентные расходы могут даже снижаться.

Пока сложно представить такой сценарий. Для столь существенного снижения реальной доходности от ФРС потребуются обнуление процентных ставок, новое масштабное количественное смягчение и прежде всего — какой-то серьезный повод. Тем не менее это показывает, что решение долговой проблемы США находится в руках регулятора; с точки зрения внешних условий, ситуация в Штатах такая же, как и в ЕС, Японии и других развитых странах.

Другой путь решения проблемы нарастающего госдолга — сокращение бюджетного дефицита — хоть и правильный, но выглядит политически труднореализуемым, и к тому же он может привести к рецессии, а затем опять же к необходимости снижения ставок и запуска нового QE.

Вполне возможно, что под руководством нового главы Джерома Пауэлла ФРС пойдет по «среднему» пути наименьшего сопротивления: замедлит процесс повышения ставок и остановится не на уровне 2.75%, а, например, на 2%. При этом ФРС может объявить, что хочет дождаться ускорения инфляции до верхней границы мандата 2.5% по индексу PCE (Personal Consumption Expenditure price index), который в среднем в последние 20 лет был на 0.5% ниже, чем CPI (Consumer Price Index). Напомним, что на последнем заседании в декабре 2017 года ставка была повышена на 0.25% до 1.25–1.50% при двух голосах против, которые высказали два члена комитета — Charles L. Evans и Neel Kashkari именно с той формулировкой, что для дальнейшего повышения необходимо дождаться ускорения инфляции.

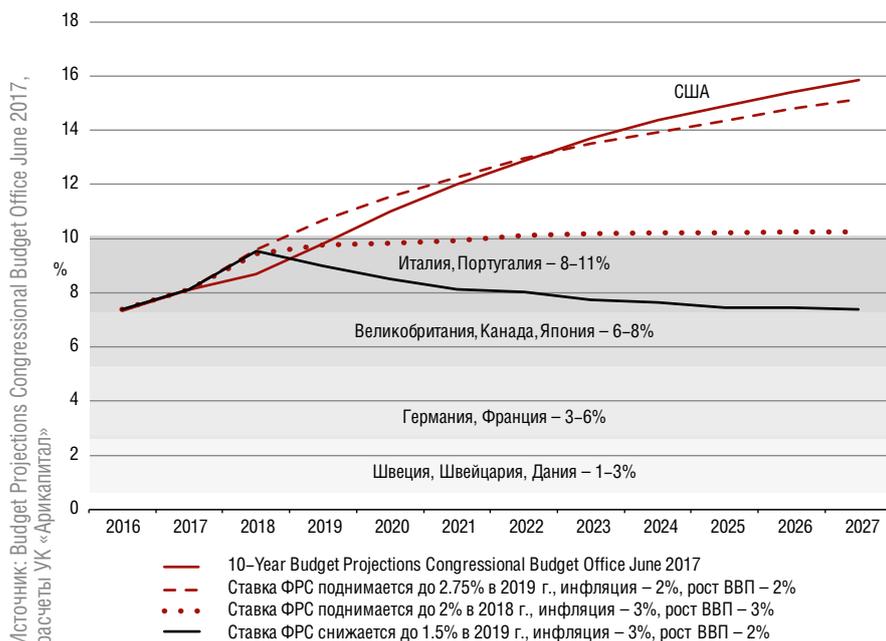
В таком случае при ставке 2%, такой же средней стоимости заимствований и инфляции CPI 3%, уровень процентных расходов стабилизируется на уровне 10% от доходов бюджета.

### Выводы

В краткосрочном плане резкое изменение политики ФРС маловероятно, поэтому на глобальный долговой рынок продолжат оказывать влияние негативные факторы: сокращение баланса ФРС, повышение инфляционного фона, увеличение эмиссии US Treasuries, отсутствие у рыночных инвесторов спроса на защитные активы и так далее.

Но инвесторам real money, на наш взгляд, следует заблаговременно подготовиться к возможному снижению доходности по долгосрочным долларовым облигациям. Возможно, отражением наших ожиданий является постоянное сокращение спреда между длинными и короткими облигациями. И в момент публичного объявления о развороте монетарной политики ФРС США это станет новостью, уже отыгранной рынком.

И хотя ряд авторитетных управляющих недавно объявили о начале в облигациях долгосрочного «медвежьего» тренда, 2018 год только начинается. Рынок вполне может преподнести сюрприз.



Источник: Budget Projections Congressional Budget Office June 2017, расчеты УК «Арикапитал»

- 10-Year Budget Projections Congressional Budget Office June 2017
- - - Ставка ФРС поднимается до 2.75% в 2019 г., инфляция – 2%, рост ВВП – 2%
- Ставка ФРС поднимается до 2% в 2018 г., инфляция – 3%, рост ВВП – 3%
- Ставка ФРС снижается до 1.5% в 2019 г., инфляция – 3%, рост ВВП – 2%