

## Неуправляемый рост госдолга США как главный индикатор надвигающегося глобального кризиса

© 2017 Киевич Александр Владимирович  
доктор экономических наук, профессор кафедры финансов  
Полесский государственный университет  
225710, Республика Беларусь, г. Пинск, ул. Днепровской Флотилии, д. 23  
E-mail: a.v.kievich@yandex.ru

Анализируется рост госдолга США и его влияние на политику ФРС и центральных банков (ЦБ) развитых стран в вопросах монетарного стимулирования глобальной экономики; обосновывается тот факт, что ЦБ развитых стран в ближайшем будущем не смогут прекратить монетарное стимулирование и существенно сократить объемы активов на своих балансах без серьезных негативных последствий для мировой экономики.

*Ключевые слова:* мировая экономика, госдолг США, центральные банки (ЦБ), количественное смягчение, глобальный кризис.

В настоящее время в мире, возможно, начали происходить тектонические сдвиги в мировой политической и экономической системах: выход Великобритании из ЕС, победа Трампа и его реформы, обострение геополитической напряженности и т.д., что непосредственно скажется на мировой экономике в целом. Однако одно остается неизменным - рост американского госдолга, и этот процесс будет напрямую оказывать влияние на очень многое в глобальной экономике<sup>1</sup>.

А пока в средствах массовой информации активно обсуждается в каком-то смысле геополитическая рецессия в мире (*последнее серьезное противостояние между США и КНДР*), вопросы экономики при этом отходят на второй план, и почему-то практически никто не говорит о том, что в настоящий момент госдолг США преодолел колоссальную отметку 20 трлн долл.<sup>2</sup> Цифра действительно очень большая, более того, она является просто неподъемной, ведь на каждого налогоплательщика США приходится по 160 тыс. долл. и обслуживать такой долг в большинстве случаев просто невозможно<sup>3</sup>.

Если посмотреть на историю, то становится ясно, что до определенного момента госдолг США находился на более или менее приемлемом уровне, пока в 2000 г. к власти не пришел Джордж Буш. Именно администрация этого президента умудрилась увеличить долговую нагрузку почти в 2 раза, т.е. заняли столько, сколько все предшественники Буша, вместе взятые, включая Клинтона. Но процесс уже было не остановить, и Б. Обама за 8 лет правления решил повторить "успех" Буша и нарастить долг с 10 до 20 трлн долл.

На самом деле указанный феноменальный рост госдолга оказывает и будет оказывать серь-

езное влияние на многие экономические процессы по всему миру. Прежде всего, это касается практически всех сфер деятельности ФРС, и особенно ее ближайших планов по нормализации процентных ставок и сокращению своего баланса. Хорошо, что регулятор США, наконец, понял, что нулевые ставки ни к чему хорошему не приводят, но и повысить их существенно пока не получается.

Если вернуться к 2000-м гг., можно увидеть, что тогда правительство США занимало в среднем под 6 % годовых. Очевидно, нормализация процентных ставок ФРС подразумевает возврат этих ставок как раз в данный предел, но как это сделать, если тогда госдолг был абсолютно других масштабов. Арифметика здесь очень проста: можно представить, что такое 20 трлн долл. под ставку в 6 %. Значит, что только на обслуживание этого долга в год будет уходить 1,2 трлн долл. Это, к слову, 31 % от федерального бюджета США. Более того, 1,2 трлн долл. в год - это 15 тыс. долл. в год на одну американскую семью.

В теории из описанной ситуации есть предсказуемо приемлемых, пожалуй, только два выхода:

1) США могут обрушить курс американского доллара и начать погашать свои долги за счет эмиссии новых долларов, только уже с гораздо более низкой реальной стоимостью. Впрочем, к чему приведут последствия такого решения, даже сложно представить;

2) другой вариант - из разряда фантастических: США прибегнут к мерам жесткой экономии, как, например, в Греции, и будут всеми силами ускоренно сокращать госдолг. В этих условиях США очень быстро превратятся в страну

третьего мира, и о каких-либо последствиях при этом говорить также бессмысленно.

Очевидно, что госдолг США уже вырос до таких размеров, что проблеме нужно как-то решать, но как это сделать на сегодняшний момент, никто не знает. Между тем стоимость заимствования также начала расти, так что удавка продолжает затягиваться. Конечно, какое-то время процесс может находиться как бы в замороженном состоянии, но как долго, сказать сейчас не берется никто.

В то же время 8 сентября 2017 г. Конгресс США принял документ о временном повышении потолка госдолга, и глава государства сразу же его подписал. Закон позволил возобновить процесс заимствования средств, но сроки его действия ограничены. Новый лимит госдолга позволит госучреждениям работать только до 8 декабря 2017 г., пока в Конгрессе идет работа над федеральным бюджетом на 2018 финансовый год. Министерство финансов США сразу же активно начало пользоваться предоставленным правом. За несколько дней оно позаимствовало более 300 млрд долл., пытаясь тем самым компенсировать более 5 месяцев неудовлетворенного спроса на деньги.

Нужно отметить, что все сказанное прямо влияет на реальный сектор как экономики США, так и мировой экономики (и, частично, на торговлю), так как главной его проблемой станет серьезное превышение производственных мощностей над возможностями сбыта и недостаточность получаемых доходов. Грубо говоря, вся мировая экономика в последние 30 лет строилась исходя из прогноза постоянного устойчивого роста, в то время как в реальности спрос уже 8 лет как падает (*официальные правительственные цифры к реальности никакого отношения не имеют*). Какое-то время этот процесс компенсировался ростом задолженности, т.е. финансовый сектор брал на себя риски производителей, однако сегодня, когда стало понятно, что эмиссии в том же объеме не ожидается, эта возможность прежней поддержки производителей оказывается исчерпанной.

Что это означает с точки зрения потребителя? Масштаб производства будет сокращаться, причем по двум направлениям:

а) либо часть производственных мощностей будет просто закрываться, что будет уменьшать конкуренцию и вести к росту цен;

б) либо будут строиться новые мощности, создаваемые уже под новый уровень спроса - гораздо более низкий.

С точки зрения цен вывод можно сделать такой: будет увеличиваться предложение более

дешевой, но низкосортной продукции; продукция же более или менее качественная сильно вырастет в цене. Грубо говоря, то, что сегодня называется "средним ценовым сегментом", будет исчезать с прилавков, постепенно перемещаясь в сегмент *luxegy*, а их место будут занимать низкокачественные товары для бедных.

Инвестиции в создание новых мощностей (*напомним, старые еще не до конца окупались и на них "висит" большой объем долга*) будут ограничены, поскольку не очень понятно, как эти инвестиции будут окупаться. Дело в том, что "нормальная" модель, при которой окупаемость происходит за счет прибыли, возникающей по причине превышения доходов над издержками, не работает уже несколько десятилетий. Точнее, с начала 1980-х она стала вытесняться моделью, при которой совокупные издержки с учетом обслуживания кредитов выше, чем совокупный доход, и финансовая устойчивость поддерживается за счет роста долга (*т.е. его перекредитования*). В условиях продолжающегося кризиса эта возможность будет исчерпана, и 2017 г., возможно, станет первым, в котором начнется переход отдельных предприятий и отраслей на новую модель. Сегодня точно на этот вопрос ответить невозможно, тем более что в разных странах и отраслях данный процесс может протекать совершенно по-разному<sup>4</sup>.

Отметим, что нынешняя идея резкого поднятия кредитной ставки в США во многом была predetermined желанием быстро разрушить систему перекредитования долга, заставить реальный сектор начать работать по "нормальной" модели сразу и безоговорочно. Мысль эта понятна, но у нее есть много негативных последствий. И все равно, общая проблема никуда не делась: большая часть построенных мощностей устроена так, что у них "точка безубыточности" в части объема продаж находится выше, чем возможности по сегодняшнему сбыту. В результате общий уровень разделения труда будет падать, и процесс создания валютных зон получит дополнительный толчок. При этом некоторые инновационные производства закроются полностью, поскольку в условиях падения спроса, повышения издержек и усложнения доступа к кредиту они станут принципиально нерентабельными<sup>5</sup>.

А пока мы по-прежнему наблюдаем, как крупнейшие центральные банки мира с 2016 г., стремясь ускорить медленное экономическое восстановление, выкупают активы, которые поддерживают цены на акции и облигации (*и этим самым увеличивают свои балансы самыми быстрыми темпами с 2011 г., когда произошел европейский долговой кризис*). И на сегодня 10 круп-

нейших ЦБ мира владеют активами на общую сумму 21,4 трлн долл., что на 10 % больше, чем в конце прошлого года, свидетельствуют данные, собранные агентством Bloomberg (см. рисунок).

Почти 3/4 совокупных активов ЦБ мира принадлежат четырем регуляторам

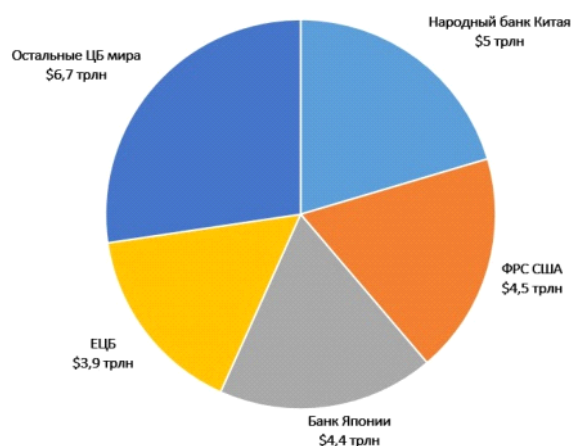


Рис. "Вести. Экономика"

Источник. Аналитический обзор vestifinance.ru.  
URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/76334>.

Между тем на этом фоне все еще разгораются между аналитиками споры по поводу того, приводит ли скупка активов ЦБ и сохранение низких процентных ставок к появлению пузырей, особенно на рынке облигаций, ибо программы количественного смягчения направлены на повышение стоимости ценных бумаг, которые ЦБ покупают, чтобы снизить доходность облигаций, стимулировать инвестиции и ускорить экономический рост.

Рост активов ЦБ совпал к тому же с преимущественно восходящим трендом цен на акции и облигации. В то время как 10 крупнейших ЦБ мира увеличили свои балансы на 265 % с середины октября 2006 г., сводный фондовый индекс мира MSCI All-Country World вырос на 19 %, а индекс рынка облигаций Bloomberg Barclays Global Aggregate Index прибавил 50 %<sup>6</sup>. Да и индекс Dow Jones Industrial Average все это время ставит рекорд за рекордом.

Вообще говоря, 21,4 трлн долл. - насколько это много? 21,4 трлн долл. - это 29 % от объема мировой экономики по состоянию на конец 2015 г., и это вдвое больше, чем было в середине сентября 2008 г., когда банкротство Lehman Brothers Holdings Inc. спровоцировало мировой финансовый кризис. Это почти половина стоимости всех долговых обязательств в мировом индексе облигаций Bloomberg (сейчас почти

75 % активов ЦБ мира находятся под контролем политиков в США, Китае, Японии и еврозоне).

Выходит, что сейчас при помощи эмиссии новых денег со стороны мировых ЦБ западные страны фактически финансируют свои государственные расходы. Стоит также добавить, что вопреки широко распространенному заблуждению о том, что ФРС США закончила QE в 2014 г., ФРС каждый месяц продолжает реинвестировать поступления от погашаемых активов на сумму в 30-40 млрд долл., тем самым сдерживая какое-либо резкое сокращение активов на балансе. И один из ключевых фактов на сегодня заключается в том, что ФРС владеет 35 % от общего объема облигаций сроком погашения более 5 лет. ФРС, таким образом, продолжает по-прежнему монетизировать госдолг США.

В то же время, как и предполагают многие аналитики, ФРС объявит о сокращении программы покупки активов, которую она совершала во время и после финансового кризиса. С октября 2017 г. ФРС США прекратит реинвестировать все деньги, которые получает, когда наступает срок погашения его активов<sup>7</sup>. В результате ее баланс в размере 4,5 трлн долл. начнет постепенно сокращаться. Однако ФРС не прояснила ситуацию относительно того, какой должна быть конечная точка баланса. А это важный вопрос. Есть веские аргументы в пользу того, что баланс останется по-прежнему большим, так как большинство комментаторов рассматривают большой баланс, который является результатом количественного смягчения (QE) как чрезвычайный экономический стимул. Председатель ФРС США Джанет Йеллен, похоже, согласна с этим: на пресс-конференции после объявления ФРС она заявила, что баланс должен сократиться, потому что стимулы, которые он дает экономике, больше не нужны. Да и утверждение о том, что баланс стимулирует экономику, пока не подтверждено. В теории это, возможно, и работает, но на практике это все выглядит совершенно по-другому. Если это так, то баланс ФРС, вероятно, не дает большого стимула экономике сегодня. Фондовые рынки, похоже, тоже так посчитали, так как они не очень сильно отреагировали на сигналы ФРС о грядущем объявлении<sup>8</sup>.

Но решение ФРС начать в октябре 2017 г. процесс сокращения баланса привело к сильным движениям на рынке казначейских облигаций. На что теперь указывает долговой рынок? Сразу после объявления результатов заседания Комитета по операциям на открытом рынке короткие облигации американского правительства начали резко дешеветь, т.е. доходность по ним начала

расти, а длинные бумаги, наоборот, начали дорожать, а доходность, соответственно, снижаться. Таким образом, кривая доходностей трежерис начала резко сжиматься. К слову, акции банковского сектора, несмотря на сжатие кривой доходности, продолжают расти. Дело в том, что прибыль банков от традиционной деятельности тесно связана с динамикой кривой, так как банки обычно привлекают деньги на короткий срок, а выдают на длинный, и разница в ставках как раз и определяет их маржу. Впрочем, фондовые активы далеко не всегда отражают реальность и ими гораздо легче манипулировать.

Возвращаясь к теме кривой доходностей трежерис, отметим, что сейчас она снизилась до уровня десятилетней давности и попадает как раз в тот диапазон, который предшествовал одному из самых мощных кризисов в истории. Иными словами, долгового рынок сейчас говорит о том, что экономика США стоит на пороге рецессии.

Впрочем, когда центральные банки (ЦБ) осуществляют подобные действия даже при явных признаках надвигающихся проблем, у чиновников пропадает стимул к ведению стабильной фискальной политики. При этом эффективность монетарных программ со временем сводится к нулю, приводя к безудержному росту стоимости финансовых активов, но не помогая реальной экономике.

И на сегодня, как нам видится, ЦБ развитых стран не смогут прекратить монетарное стимулирование и сократить объемы активов на своих балансах, т.е. мировые ЦБ навсегда попали в ловушку QE и не могут пойти на сокращение такой гигантской суммы. Это, похоже, уже вынужденная мера, поскольку дает возможность контролировать волатильность и поддерживать определенные ценовые уровни по активам (*т.е. хоть мало-мальски как-то поддерживать функ-*

*ционирование глобальной экономики*). Таким образом, мировые ЦБ, возможно, навсегда оказались в цикле количественного смягчения без серьезных негативных последствий для мировой экономики, так как с их помощью сформирован ряд областей глобальной финансовой системы, которые находятся на экстремальных уровнях за всю свою историю. Это включает в себя оценки во многих классах активов, уникальный размер балансов мировых ЦБ, уровень задолженности, многолетние минимумы учетных процентных ставок и даже уровень нерациональной игры, изменяющей популистскую политическую поддержку по всему миру. И если глобальный кризис произойдет относительно скоро (*в течение ближайших 1-2-3 лет*), будет довольно трудно взглянуть назад и сделать вид, что ничего этого не было. Также стоит отметить, что немалая роль в возникновении кризиса отводится элементу непредсказуемости, и история учит, что очередной кризис вполне может застать нас всех врасплох.

<sup>1</sup> *Киевич А.В.* Мировые ЦБ в ловушке QE // Банковская система: устойчивость и перспективы развития : сб. науч. ст. Восьмой междунар. науч.-практ. конф. по вопросам банковской экономики, посвященной году науки в Беларуси. Пинск, 2017. С. 72-76.

<sup>2</sup> Аналитический обзор utro.ru. URL: <https://utro.ru>.

<sup>3</sup> Аналитический обзор vestifinance.ru. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/8035>.

<sup>4</sup> *Хазин М.* Мировой прогноз на 2017 год. URL: <http://khazin.ru/articles/11-analitika-i-prognozy/29184-mirovoi-prognoz-na-2017-god>.

<sup>5</sup> Там же.

<sup>6</sup> Аналитический обзор vestifinance.ru. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/76334>.

<sup>7</sup> Аналитический обзор vestifinance.ru. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/91268>.

<sup>8</sup> Там же.

*Поступила в редакцию 04.06.2017 г.*