Сергей ЕГИШЯНЦ,
главный экономист, ИК «Ай Ти Инвест»

В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ АМЕРИКАНСКИЙ ГОСДОЛГ ВЫШЕЛ НА ПЕРВЫЕ СТРОЧКИ НОВОСТНЫХ ЛЕНТ: ТО РАЗГОРАЮТСЯ ДЕБАТЫ ПО ПОВОДУ ПОВЫШЕНИЯ ЕГО ДОПУСТИМОГО ПРЕДЕЛА, ТО РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА ГРОЗЯТСЯ СРЕЗАТЬ РЕЙТИНГ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ФЕДЕРАЛЬНОГО КАЗНАЧЕЙСТВА США, ТО ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА (ФРС — ЦЕНТРОБАНК) ПРИНИМАЕТСЯ СКУПАТЬ БОНДЫ В ПОПЫТКЕ СТИМУЛИРОВАТЬ ЭКОНОМИКУ И КРЕДИТНУЮ АКТИВНОСТЬ. ПОПРОБУЕМ РАЗОБРАТЬСЯ, КАКИЕ ПРОБЛЕМЫ СУЩЕСТВУЮТ В ЭТОЙ СФЕРЕ В НАСТОЯЩИЙ МОМЕНТ, ПОЧЕМУ ОНИ ВОЗНИКЛИ И МОЖНО ЛИ ИХ КАКИМ-ТО ОБРАЗОМ РАЗРЕШИТЬ.

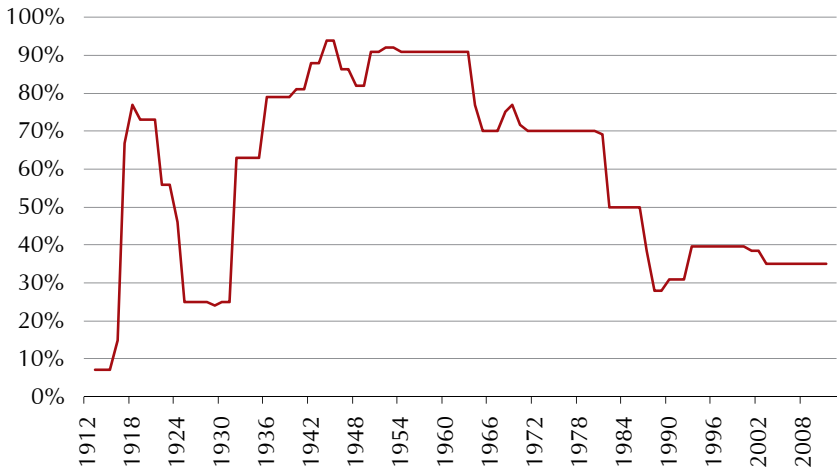
Госдолг США: проблемы и последствия

КРЕДИТНОЕ БЕЗУМИЕ

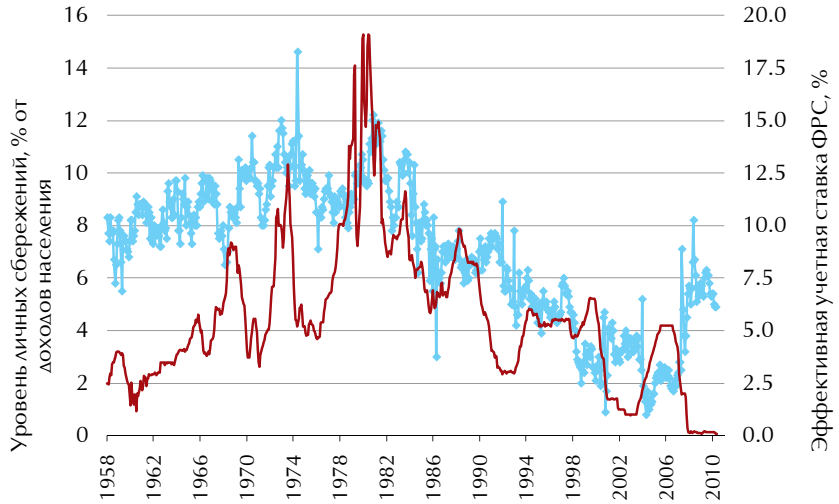
Источник трудностей американской казны коренится в событиях 30-летней давности. Одним из важных аспектов возникшей тогда рейганомики было уменьшение налогообложения богатых: если в начале 1980-х годов верхняя (для самых высоких доходов) ставка подоходного налога составляла около 70%, то к концу восьмого десятилетия она опустилась ниже 30%. Между тем, сверхбогатый слой в Штатах всегда играл важную роль в общих поступлениях этого налога, причем его роль росла по мере увеличения склонности властей капитализировать прибыли олигархии и социализировать ее убытки (этот процесс идет и по сей день): если в 1940–1970 годы 0.01% самых богатых получали 1% совокупного дохода американцев, то в 1980-е эта величина подскочила до 2–3%, а к началу последнего кризиса она и вовсе перевалила за 6%. Таким образом, реформы неолибералов — как в экономике в целом, так и в налоговой сфере в частности — существенно подорвали доходы бюджета, и с тех пор его дефицит стал хроническим. В течение следующих 15 лет бремя долга удвоилось и к середине 1990-х годов превысило 60% ВВП. Но это была еще приемлемая и в целом управляемая величина, тем более что в 1997–2001 годах в казне снова возник профицит.

Однако прочие компоненты неолиберальной революции 1980-х сыграли ключевую роль в возникновении и развитии текущего мирового экономического кризиса, что, в свою очередь, крайне негативно повлияло на государственные финансы. Дело в том, что чем сильнее расслоение в обществе при одном и том же значении общего дохода населения, тем ниже суммарный спрос: если средний класс и бедняки получают меньше, то они и тратят меньше — но богатые, ставшие обладателями «отобранных» у бедных денег, вовсе не спешат их израсходовать, поскольку с ростом дохода увеличивается и склонность к сбережениям. Таким образом, стимулы для богатых

Рисунок 1
Верхняя ставка подоходного налога в США



Источник: Налоговое управление США (Internal Revenue Service)



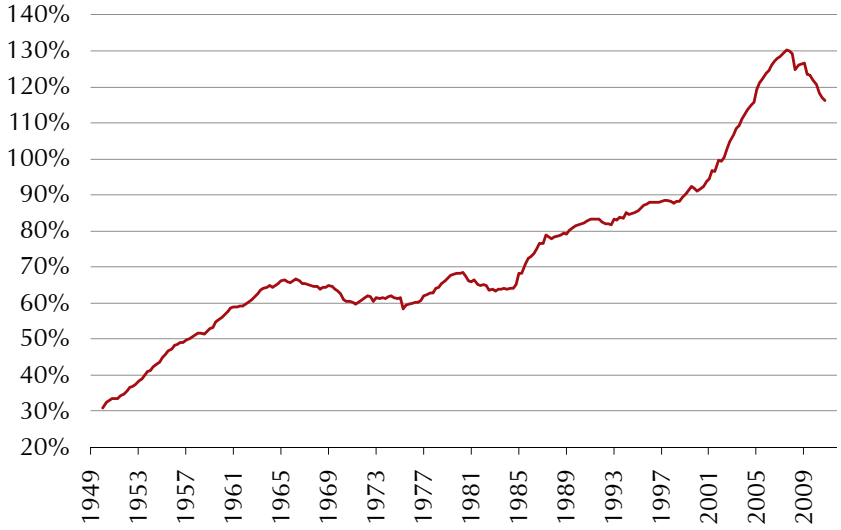
Источники: ФРС и Бюро экономического анализа Министерства торговли США

Рисунок 2
Норма сбережений и базовая процентная ставка в США

серьезно подорвали совокупный спрос в США. Дабы не вызывать падения экономики, властные алхимики придумали выход: они решили искусственно снизить процентные ставки с целью удешевить кредит и побудить людей активно занимать у банков. А чтобы у экспертов не было претензий, многократно менялась методика расчета инфляции, из-за чего ее официальные показатели стали все более отставать от реальности. В результате зигзагообразного сокращения ставок средняя норма сбережений американцев почти обнулилась, зато образовались гигантские долги: всего за 20 лет отношение долга домохозяйств к их располагаемому доходу удвоилось, превысив 130%.

Бесконечно долго так продолжаться не могло, тем более что аналогичный процесс шел и у корпораций. Последние отреагировали первыми — в 2000 году лопнул пузырь доткомов, а вместе с ним серьезно пострадали и прочие циклические отрасли экономики. Та рецессия была залита долларами, отчасти взятыми казной в долг, но в основном теми деньгами, которые банки выдали домохозяйствам. Это был настоящий кутеж взаймы: колоссальные кредиты, по большей части ипотечные, спровоцировали вертикальный взлет рынка недвижимости — как по объемам, так и по ценам. Более того, став обладателями резко подорожавших домов, американцы брали под них все новые займы, тратя кредиты уже на прочие нужды (отдых, благоустройство, покупки товаров длительного пользования во главе с автомобилями и т.д.) Кредитный пузырь с оглушительным грохотом лопнул в 2007–2009 годах, ввергнув в рецессию заодно и всю мировую экономику, которую в последние десятилетия вскормил штатовский спрос. Цены на жилье упали, а в реальном выражении рухнули, ведь эмиссионные программы стимулирования еще и разогнали инфляцию. Согласно данным Роберта Шиллера (автора широко известного индекса цен на жилье в США) и исследованиям инфляции Джона Уильямса, основанным на методике 1990 года, обвал реальных цен на жилье получился поистине эпическим — вдвое всего лишь за пять лет!

Рисунок 3
Отношение долга домохозяйств в США к их располагаемому доходу



Источники: ФРС и Бюро экономического анализа Министерства торговли США

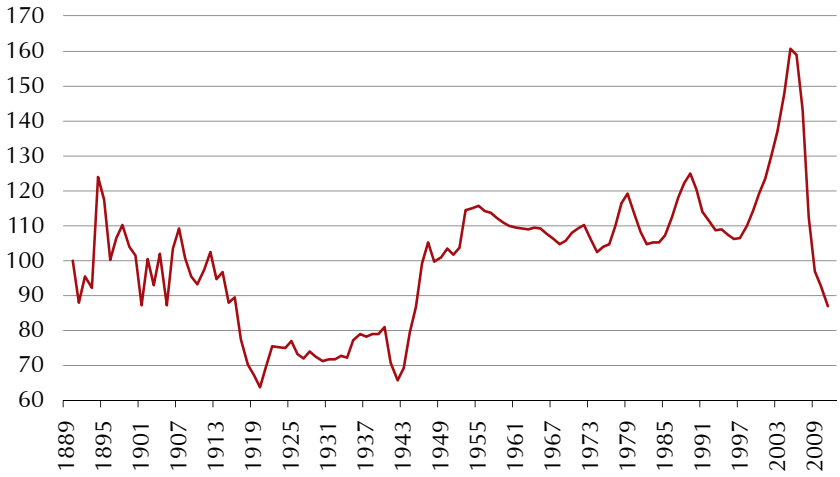
ДОЛГОВАЯ ПЕТЛЯ

Такова диспозиция после развала всей конструкции, сооруженной рейганомикой. Корпорации и домохозяйства перегружены долгами, и наращивать их еще больше они не могут в любом случае. К тому же, ипотечное безумие середины прошедшего десятилетия добавило жару: публика сидит в резко подешевевших домах и не только не лезет в новую ипотеку, но зачастую отказывается обслуживать уже имеющиеся займы. Таким образом, агенты экономического роста, ключевые в рамках господствовавшей доселе неолиберальной модели, уже «отыграны», причем надолго: домохозяйства потихоньку возвращают кредиты (не беря новые) и тем самым снижают долговое бремя — но, как видно из Рисунка 3, путь возврата уровня долга к нормальным показателям слишком длинен и должен занять не одно десятилетие, так что тут ни на какой взлет кредитов рассчитывать в обозримом будущем не приходится. Но ведь экономика-то росла в предыдущие десятилетия именно на искусственно раздутом спросе: под него созданы производственные мощности, а эффект мультипликатора многократно усилил наращивание спроса и, как следствие, ответное увеличение предложения. И вдруг выясняется, что король-то голый — спрос был дутый, а реальный его

размер много ниже: теперь предложение (то есть производство) должно упасть — причем сильно, ибо и тут эффект мультипликатора усилит сжатие. Власти не хотят этого допустить и находят последний ресурс удержания искусственно высокого спроса — казну.

Поэтому, едва случился обвал 2008 года и стало ясно, что прежние локомотивы роста не работают, начался безумный рост госрасходов; чтобы оценить его масштаб, достаточно заметить, что бремя госдолга выросло на 30% ВВП всего за три с половиной года — при том, что предыдущее увеличение на ту же величину растянулось на полтора десятилетия. По оценкам экспертов, 10–12% располагаемых доходов американцев сейчас приходится на дефицитное финансирование из бюджета. Разумеется, это возможно только при гигантской дыре в казне: и вот уже третий год дефицит федерального бюджета составляет порядка 10% ВВП — стоит напомнить, что все программы Рузвельта времен Великой депрессии на самом пике борьбы с ней не превышали 8% ВВП. И это при том, что бремя долга уже почти достигло 100% ВВП — за более чем 220 лет ведения статистики хуже было лишь во время Второй мировой войны, но уже к 1950 году отношение долга к ВВП опустилось ниже нынешних уровней; в Великую депрессию оно ни разу не превзошло 45%. И все, от экспертов до рейтинговых агентств, признают, что такая ситуация нетерпима: она может грозить в будущем суверенным дефолтом — который, разумеется, совершенно неприемлем.

Именно осознание этого факта и вызывает жесткие противостояния в политических верхах США. Республиканцы воспользовались правом Конгресса определять потолок размера госдолга — и поднимать его отказались. В результате администрация вынуждена выпускать ровно столько новых облигаций, сколько погашается старых. Конечно, это лишь демонстрация, а не выход: какой смысл запрещать новые заимствования, если все намеченные траты уже прописаны в бюджете на текущий финансовый год? Но оппозиция хочет заставить правительство урезать планы расходов на будущие годы, а правительство сопротивляется, ибо понимает: только казенные траты удерживают экономику от обвала. Выхода из этого порочного круга нет: если балансировать бюджет, то коллапс экономики неизбежен; а если продолжать наращивать дефицит, то можно прийти к дефолту по неподъемному долгу — и затем экономика все равно упадет на ту же самую величину.



Источники: проект Irrational Exuberance (Роберт Шиллер), проект Shadow government statistics (Джон Уильямс)

Рисунок 4
Индекс цен на жилье в США, %

Неизбежность падения экономики для устранения дисбаланса спроса и предложения — медицинский факт: коллапс можно отсрочить (затягивая долговую петлю), но не устранить. Еще можно маскировать неподъемность госдолга с помощью программ количественного смягчения ФРС — именно Федрезерв скупил 70% выпущенных за период действия плана казначейских облигаций, и если эмиссию новых бондов не урезать, то вне центробанка просто не найдется покупателей на всю эту прорву бумаг. Поэтому стратегический вопрос сейчас заключается уже не в том, что делать, а в том, когда начинать сворачивать бюджетные стимулы — это все равно неизбежно. Конечно, главный сдерживающий фактор тут политический — выборы 2012 года, до которых власти хотят любой ценой удержать статус-кво. Но рано или поздно им придется признать реальность, остановить безумную долговую гонку — и тем самым отпустить экономику в свободное плавание, которое закончится дефляционным сжатием.

Рисунок 5
Отношение госдолга к ВВП в США

Источники: Федеральное Казначейство и Бюро экономического анализа США