Будущее госдолга США

Евгений ГОРЮНОВ,
к. э. н., заведующий лабораторией Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара

Сложно сказать что-то принципиально новое о госдолге США. Известно, что он большой, и известно, что он растет, а также известно, что этот процесс идет уже не одно десятилетие. И все же периодически необходимо возвращаться к этой теме, фиксируя текущее состояние и оценивая перспективы с учетом новых событий.

В ближайшее время Бюджетное управление Конгресса США опубликует обновленные прогнозы финансовых показателей бюджета. Прошлый опубликованный прогноз предполагал рост госдолга до 2036 года, как «по линейке», без признаков стабилизации, и можно уверенно утверждать, что в новой версии дела лучше не станут. Насколько же все плохо? Перейдет ли количество в качество? Актуальности вопроса добавляет эксцентричное поведение нынешнего президента США Д. Трампа, который как будто нарочно стремится разрушить доверие к доллару, преследуя главу ФРС и вводя немыслимые импортные пошлины, и хочет ослабить бюджетную устойчивость, пролонгируя налоговые каникулы в рамках «Большого Прекрасного Законопроекта» (The One Big Beautiful Bill).

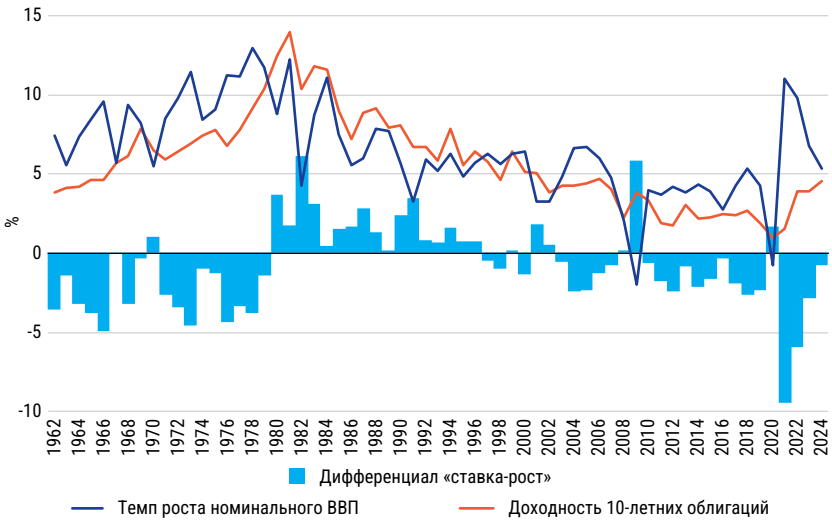
С одной стороны, размер задолженности США действительно внушителен — $38.5 трлн по состоянию на январь 2026 года. Если в относительных цифрах, то это 124 % от ВВП США и 18 % от мирового ВВП. Динамика долга в последние десятилетия оптимизма не внушает. В последний раз госдолг (в долях ВВП) сокращался еще при президенте Б. Клинтоне, т. е. в прошлом веке. С 2000 года федеральная задолженность только растет, если не считать некоторого умеренного сокращения в 2022–2023 годах, связанного с высокой инфляцией в «постпандемийный» период, которая обесценила долг в реальном выражении. По оценкам МВФ, по итогам 2025 года общий дефицит будет равен 7.4 % ВВП, причем процентные платежи составят 3.6 % ВВП, т. е. почти половину всего дефицита. Все прогнозы указывают на то, что дефициты сокращаться в ближайшие годы не будут. Алан Ойербах и Уильям Гейл из лондонского Центра исследований экономической политики (CEPR, Then and now: A look back and ahead at the US federal budget) предсказывают, что к 2054 году ВВП США достигнет уровня 183 %.

Американский госдолг держат в основном американцы. На внешних инвесторов приходится около 35 % всей задолженности

Есть ли какие-то позитивные моменты? Какие-то факторы, делающие долговую проблему менее серьезной? Однозначно позитивных нет, но есть условно позитивные. Во-первых, американский госдолг держат в основном американцы. На внешних инвесторов приходится около 35 % всей задолженности. По этой причине маловероятным выглядит сценарий, когда крупный внешний кредитор (Китай или европейские страны), избавляясь от казначейских облигаций,

Рисунок 1
Стоимость государственного заимствования (доходность 10-летних казначейских облигаций), темпы роста номинального ВВП США и их разница (дифференциал «ставка-рост»)

Источники: Federal Reserve Bank of St. Louis, IMF



капитально обрушивает рынок и провоцирует быстрый бюджетный коллапс. Также это снижает стимулы властей США объявлять дефолт, ведь от него пострадают прежде всего собственные граждане, а не какие-то иностранцы. Этот фактор работает на повышение устойчивости госдолга.

Во-вторых, заметную долю долга ($4.5 трлн, что составляет 12 % от общего долга) держат банки Федерального резерва. И гипотетически они могут держать этот долг до погашения, что практически сделает погашение этой задолженности чистой формальностью. Впрочем, за последние годы ФРС существенно сократила портфель казначейских бумаг, поскольку это пришлось сделать в 2022–2024 годах в рамках антиинфляционного цикла монетарной политики. Инфляция в США пока не достигла 2 % (официальный ориентир ФРС), так что относительно жесткая политика продолжится, а значит, продолжатся и продажи облигаций с баланса ФРС. Более того, относительно высокая ставка по федеральным фондам (ключевая ставка американского центробанка) непосредственно увеличивает стоимость заимствования для федеральных властей и только способствует росту госдолга. В этом смысле надежды на Федрезерв, что он поможет решить проблему долга, скорее необоснованны.

В-третьих, темпы роста выпуска в США выше стоимости заимствования, что создает более чем комфортные условия для бюджета (Рисунок 1). При анализе бюджетной устойчивости часто смотрят на разницу между доходностью госдолга и темпом роста ВВП (этот показатель называют дифференциалом «ставка-рост»). Чем выше дифференциал, тем хуже дела с бюджетной устойчивостью, поскольку тем быстрее растут финансовые обязательства правительства относительно доходной базы бюджета. Так как ВВП представляет собой, помимо всего прочего, сумму всех заработанных в экономике доходов, его динамика как раз и выступает ориентиром для бюджетных доходов. Превышение темпов роста выпуска процента по долгу означает, что бюджет может гасить проценты просто за счет того, что экономика интенсивно растет и поэтому каждый год генерирует достаточный объем дополнительных доходов, за счет которых можно обслуживать долг. В США именно такая ситуация имеет место практически с начала XXI века. И это обстоятельство значительно облегчит задачу стабилизации (и сокращения долга), когда власти США всерьез за нее возьмутся, и если возьмутся.

В-четвертых, несмотря на трехзначный показатель госдолга в процентах ВВП, сам по себе индикатор, равный отношению госдолга к ВВП, малоинформативен. Академические исследования показывают, что госдолг в процентах выпуска — плохой предиктор события дефолта. Более того, скорее даже работает обратное правило — дефолты чаще происходят в странах с низким показателем госдолга к ВВП и реже в странах с большим госдолгом. И, если задуматься, это логично. Ведь если есть сомнения в том, сможет ли страна погасить свой долг, то страна не сможет его накопить до внушительных размеров — рынок просто не будет готов предоставить ей такой заем на приемлемых условиях. Высокий госдолг, таким образом, это показатель надежности заемщика.

И никаких очевидных пороговых значений для отношения госдолга к ВВП, после

Темпы роста выпуска в США выше стоимости заимствования, что создает более чем комфортные условия для бюджета

пересечения которых начинается долговой кризис, в реальности не наблюдается. Это не значит, что американский бюджет может занимать неограниченное количество раз, но значит, что мы не до конца понимаем, какое пространство для привлечения займов есть у Казначейства США. В конце концов, история Великобритании показывает, что госдолг может достигать даже 250 % ВВП без дефолта и снизиться до умеренных значений после этого. В свое время задолженность в 100 % ВВП казалась экстремальной, но, как показала практика, с таким долгом экономика и бюджет вполне могут жить. В этом контексте 183 % ВВП долга в 2054 году является не катастрофой, а, возможно, «новой нормальностью».

Академические исследования показывают, что госдолг в процентах выпуска — плохой предиктор события дефолта

И все же, долг не может расти до бесконечности, а значит, рано или поздно по тем или иным причинам рост долга остановится. Как это может произойти? Вариантов не так много. Начнем с оптимистичных.

Первый вариант — возвращение к бюджетной дисциплине через сокращение дефицитов. С точки зрения экономической науки это наиболее предпочтительный вариант. Да, это болезненно и вряд ли будет позитивно встречено избирателями, но это вполне может сработать. За последние 15 лет первичный дефицит федерального бюджета составил около 4.7 % ВВП. Для перехода к устойчивому снижению госдолга надо перейти к профициту, т. е. повысить доходы и сократить первичные расходы примерно на 5 % ВВП. Это очень много! И все же, потенциал есть.

Америка — страна «компактного» государства. Доля доходов и расходов федерального бюджета в ВВП заметно ниже, чем в среднем по развитым странам (Рисунок 2). Значит, снижать расходы будет проблематично, т. е. остается только наращивать доходы через повышение налогов. Налоговые доходы расширенного правительства в среднем по ОЭСР составляют 38 % ВВП, а в Соединенных Штатах аналогичный показатель равен всего 31 %. Чтобы решить проблему с госдолгом, американским властям достаточно повысить налоги так, чтобы собирать столько, сколько в среднем собирают страны, сопоставимые по уровню развития. То есть речь не идет о каких-то нереальных недостижимых уровнях налоговых сборов. Напротив, если просто довести доходы бюджета до среднего уровня ОЭСР, то фискальная дисциплина будет обеспечена. Ничего невозможного в этом нет.

Есть множество причин, по которым сценарий «возвращения к бюджетной дисциплине» может не реализоваться. И главная причина — политический фактор. Никакой президент и никакая из партий не захотят добровольно брать на себя груз непопулярных решений, подставляясь под критику оппонентов и проклятия налогоплательщиков. Причем надо еще иметь в виду, что первоначально повышение налогов наверняка приведет к росту безработицы, инфляции, падению инвестиций и темпов роста экономики. Несомненно, найдутся критики, которые будут обвинять политических лидеров, решившихся на налоговую реформу, в том, что они вместо того, чтобы сократить неэффективные госрасходы и способствовать улучшению инвестиционного климата, решили отобрать «трудовой цент» у простых американских граждан. Только очень ответственные, не боящиеся стать мишенью критики государственные деятели смогут отважиться на такие реформы. Получится ли у американской политической

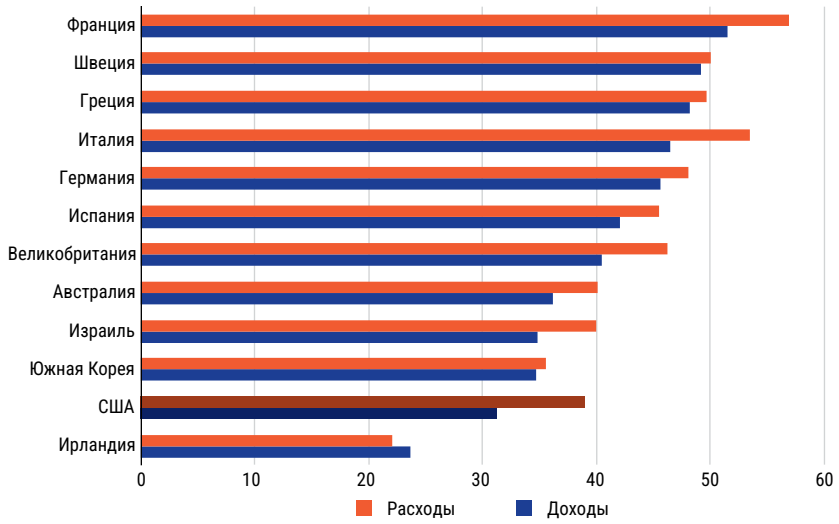


Рисунок 2
Доходы и расходы (первичные) бюджета расширенного правительства в ряде развитых стран (% ВВП, 2023 г.)

Источник: OECD

Главный вопрос — насколько реально, что экономика США сможет сильно, а главное, стабильно прибавить в темпах роста?

системы выдвинуть такие фигуры, привести их к руководству страной и провести реформы? Сложно сказать определенно.

Другой вариант из группы оптимистичных предполагает ускорение роста экономики США и так называемое вырастание из долга (growing out of debt). Единственный фактор, который способен обеспечить такое ускорение, — это рост производительности труда через технологические инновации и инвестиции в передовые технологии. Разумеется, это самый позитивный сценарий сокращения долга, поскольку он буквально не предполагает никаких неприятностей. Главный вопрос — насколько реально, что экономика США сможет сильно, а главное, стабильно прибавить в темпах роста?

По меркам развитых стран темпы роста в США выглядят достойно. Многочисленные американские компании уверенно лидируют в сфере инноваций. Демография в США сильная (чего не скажешь о европейских странах и Японии), а это важный фактор долгосрочного роста. Это с одной стороны. Но с другой — каких-либо многообещающих технологий, способных значимо повысить производительность, пока на горизонте не видно. Больше всего надежд сейчас связывают с применением искусственного интеллекта. Но, во-первых, отдача от AI в плане роста производительности труда пока не очевидна, во-вторых, у США есть сильный конкурент — Китай, и, наконец, в-третьих, искусственный интеллект требует много электроэнергии, а она по мере зеленого перехода будет только дорожать, что ослабит общий позитивный эффект. Мы, конечно, не можем знать наверняка, что никакие прорывные технологии не появятся, но разве можно делать на это ставку, когда задача состоит в обеспечении бюджетной устойчивости? Оставляем этот вариант как оптимистичный, но вместе с тем не слишком вероятный.

Оставшиеся сценарии гораздо менее приятные и предполагают дефолт в той или иной форме — либо как прямой отказ платить по обязательствам, либо посредством эмиссионного погашения долга, что, вне всяких сомнений, приведет к инфляции. Ничего невозможного в этом нет. То, что государственный долг США номинирован в американской национальной валюте, не означает, что дефолта не будет. История (включая, например, историю нашей страны) знает примеры, когда государство объявляло дефолт, даже когда была возможность просто «напечатать» деньги и расплатиться ими с кредиторами. Конкретный сценарий дефолта представить довольно сложно, поскольку обычно наиболее трудные периоды для бюджета — это периоды экономического спада. Но, как показывает практика, когда замедляется экономика США, замедляется и мировая экономика, а в такие моменты инвесторы всех стран бегут в доллар и казначейские облигации, приводя ставки к минимальному уровню и создавая весьма комфортные условия для фискальных властей США.

Нельзя отбрасывать вариант с тем или иным вариантом финансовой репрессии. Под финансовой репрессией понимается комплекс мер, суть которых в том, чтобы принудить кредиторов предоставлять кредиты на льготных, невыгодных для кредиторов условиях, а значит, искусственно занижать стоимость задолженности. Гипотетически власти США могут попробовать эксплуатировать свое квазимонопольное положение в качестве эмитента главного безрискового актива в мире, от которого, как от линии моря, отмеряются остальные доходности и премии долговых инструментов. Теоретически можно обязать иностранных инвесторов платить специальные налоги, например, с оборота или с получаемого дохода по казначейским облигациям. Но это то действие, которое можно сделать только один раз. Подобный финансовый протекционизм снизит доверие к американскому рынку со стороны внешних инвесторов, и тогда более отдаленные последствия будут неприятными для бюджета США.

В сухом остатке: ситуация с госдолгом США меняется мало и оптимистичных мыслей не вызывает. Возвращение к бюджетной устойчивости не требует каких-либо фантастических мер. Проблема сложная, но решаемая. К сожалению, Администрация Трампа относится к ней довольно легкомысленно и скорее ее усугубляет. Что ж, продолжаем наблюдать.

Ситуация с госдолгом США меняется мало и оптимистичных мыслей не вызывает