



REUTERS

срочные ограничения по загрузке мощностей, что характерно для поздней стадии классического экономического цикла. Проще говоря, новый спрос не будет мгновенно балансироваться новым предложением, а так как предложение останется приблизительно таким же, дополнительный спрос вызовет рост цен.

Поэтому фискальный стимул в таких условиях грозит обернуться проинфляционным стимулом. Это в итоге вынудит ФРС повышать ставки агрессивнее, чем на то сейчас рассчитывает рынок. Глава одного из крупнейших в мире хедж-фондов Bridgewater Рэй Далио, руководствуясь этой логикой, указывает на возросшие риски рецессии в Америке в ближайшие 18–24 месяца. Что в общем-то может быть еще и оптимистичным вариантом, рецессия может наступить и раньше. При этом возможности противостоять этой, возможно, stagflationной ситуации (отсутствие экономического роста при росте инфляции) у центробанков сейчас ограничены.

### Во все тяжкие

Недооцениваются и долговые проблемы Америки. В отношении госдолга почти все экономисты единодушны: он будет расти. Только секретарь казначейства Стивен Мнучин считает, что рост ВВП в течение десяти лет составит в среднем 2,9% и налоговые реформы чудесным образом «окупят сами себя».

Совокупный рост дефицита за десять лет в результате реформы оценивается

от \$300 млрд до \$1,5 трлн. В МВФ прогнозируют увеличение госдолга США до 114% ВВП к 2022 году в результате реформы по сравнению с базовым сценарием в 109%. Альтернативный стресс-сценарий Scope Ratings рисует картину увеличения долга до 120% ВВП в считанные годы. При этом в исходных посылках прогноза (рост ВВП в 1,9%, первичный дефицит в 2,5% ВВП, реальные ставки — 1,1%) в общем-то нет никакого реального стресса.

Последний вариант бюджета на 2019 год, предложенный Трампом в феврале, предполагает первичный дефицит в 2,6% ВВП в 2018 году и 3% ВВП в 2019 году (всего дефицит предполагается на уровне 4,2% ВВП в 2018-м и 4,7% ВВП в 2019-м, при этом рост дефицита отчасти обусловлен ростом расходов на оборону — с 3,1% ВВП в 2017-м до 3,3% в 2020-м), что больше стресс-сценария Scope Ratings.

Множество цифр не должно запутать, смысл ясен как день — фактически впервые в американской истории мы имеем огромное фискальное стимулирование экономики не на фоне рецессии или какой-то еще катастрофы, а в ситуации, когда все очень даже неплохо, безработица исключительно низкая, а акции — в бычьем рынке с 2009 года. Короче говоря, почти идеальный инфляционный рецепт. Рост госдолга тоже экономические власти особо не волнует.

Впрочем, по мысли разработчиков бюджета, в последующие годы прогноз первичного дефицита снижается, а с

2024 года вообще сменяется профицитом. Оптимизм объясняется нереалистичными прогнозами по темпам роста ВВП (зашкаливающего за 3%) и одновременно низкой инфляцией и низкими ставками.

Однако в любом, даже оптимистичном, сценарии долговая ситуация США выглядит значительно хуже, чем у ведущих европейских стран. Бодрый рост госдолга до 110–120%, притом что та же Германия успешно его снижает (с 80% до 70% ВВП в течение последних десяти лет), а Великобритания и Франция хотя бы пытаются стабилизировать ситуацию. Плачевно выглядит только долг Италии (про сидящую на вэлфере от еврозоны Грецию можно не упоминать) — более 130% ВВП, но даже Италия, в отличие от США, исхитряется иметь солидный первичный профицит бюджета (то есть если бы не платежи по процентам за долг, все было бы неплохо).

Рост госдолга неизбежно отразится на экономике. Во-первых, резко возрастают заимствования для покрытия дефицита бюджета, то есть эмиссия гособлигаций. Так как объем эмиссии возрастает, а спрос при прочих равных остается на прежнем уровне, придется привлекать покупателей более высокой ставкой. Плюс высокую ставку будет диктовать инфляционное давление, неизбежное в случае дополнительного стимулирования экономики на фоне перегрева на рынке труда. В итоге автоматически вырастут процентные платежи по госдолгу. Ситуацию можно будет купировать только дополнитель-

ным повышением ставок ФРС, удорожанием кредита, а следовательно, охлаждением экономики опять-таки вплоть до рецессии.

Люди из экономического окружения Трампа, видимо, начинают понимать, что к чему, поэтому предпочитают умыть руки. Отставка 7 марта экономического советника Трампа Гэри Кона, известного своими мейнстримными взглядами выходца из Goldman Sachs, — один из симптомов, хотя формально он ушел с поста в связи с несогласием по вопросу введения импортных пошлин на сталь и алюминий.

### Что дальше

Отрезвление рынка акций произойдет тогда, когда все поймут, что реформы Трампа не дадут роста в 2,5–3% ВВП — экономика США будет расти на 1–1,5% максимум. При этом не исключена и рецессия на горизонте года-двух. Все это почти неизбежно. В итоге игрокам придется переоценить ожидания и получить резкое снижение будущей выручки. При таком раскладе не исключен обвал рынка.

Для России, увы, такой сценарий также ничего хорошего не сулит. Цены на нефть зависимы от роста спроса в США, а последний сильно коррелирует с экономической ситуацией в стране. Кроме того, проблемы в США могут спровоцировать кризис и в других экономически важных регионах планеты, прежде всего в Китае. А последний — тоже крупнейший потребитель сырьевых ресурсов. ●