

# **Экономический рост в США - основные факторы и проблемы**

## **Государственный долг США - проблемы его обслуживания**

Леонид Маркович Григорьев, к. э. н., ординарный профессор, научный руководитель  
департамента мировой экономики НИУ ВШЭ [www.leonidgrigoryev.com](http://www.leonidgrigoryev.com)

Вероника Андреевна Бородаева, приглашенный преподаватель НИУ ВШЭ, актуарий

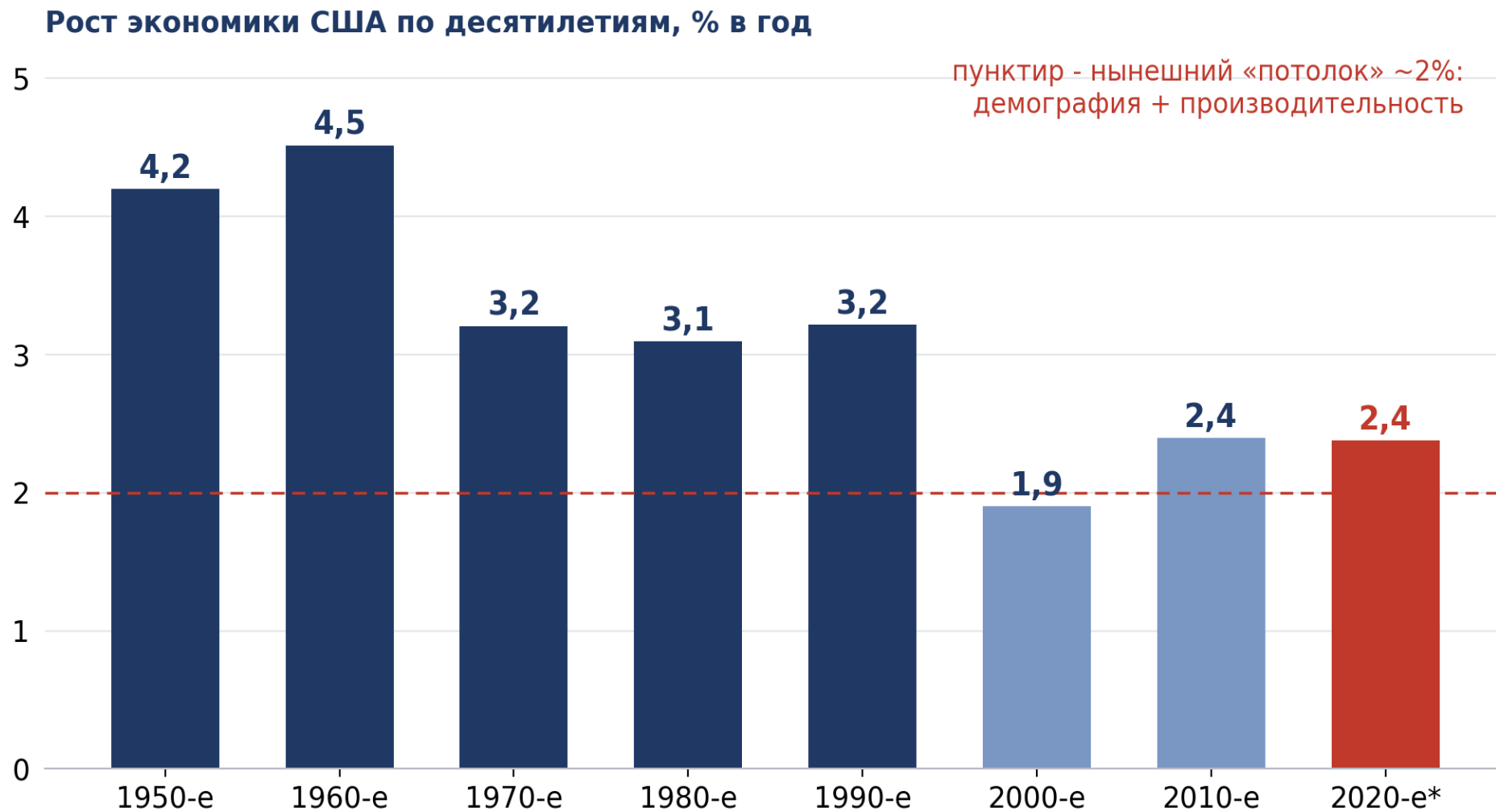
Сентябрь 12, 2026

# Америка растет быстрее всех развитых стран



Источник: расчет по данным Всемирного банка (ВВП на душу в постоянных ценах; 2025 г. - предварительно); ВБ (НИОКР).

Из «большой семерки» только США держат темп выше 1,5% на душу населения - Европа и Япония почти стоят.



Источник: BEA / FRED, реальный ВВП, среднегодовой темп за десятилетие. \* 2020-2025.

Былые 4% недостижимы: рабочих рук почти не прибавляется, вся надежда на производительность - отсюда ставка на ИИ.

Динамика доли НИОКР, доходов, расходов и государственного долга в % от ВВП, по странам, 2020-2023

|                | НИОКР % от ВВП |      |      |      |
|----------------|----------------|------|------|------|
|                | 2020           | 2021 | 2022 | 2023 |
| Испания        | 1,4            | 1,4  | 1,4  | 1,5  |
| Италия         | 1,5            | 1,5  | 1,3  | 1,5  |
| Франция        | 2,3            | 2,2  | 2,2  | 2,2  |
| Германия       | 2,4            | 2,4  | 3,1  | 3,3  |
| Нидерланды     | 2,3            | 2,3  | 2,3  | -    |
| Великобритания | 2,9            | 2,9  | 2,8  | 2,9  |
| США            | 3,5            | 3,5  | 3,4  | 3,5  |
| ЕС             | 2,3            | 2,3  | 2,3  | 2,2  |

|            | Гос. Расходы в % от ВВП |      |      | Гос. Доходы в % от ВВП |      |      | Гос. долг % от ВВП |       |      |
|------------|-------------------------|------|------|------------------------|------|------|--------------------|-------|------|
|            | 2000                    | 2010 | 2023 | 2000                   | 2010 | 2023 | 2000               | 2010  | 2023 |
| Испания    | 39,2                    | 45,6 | 45,3 | 38,2                   | 36,3 | 41,8 | 57,8               | 60,3  | 105  |
| Италия     | 45,9                    | 50,3 | 53,8 | 45                     | 45,8 | 46,8 | 108,7              | 118,7 | 135  |
| Франция    | 51,7                    | 56,9 | 57   | 50,3                   | 50   | 51,5 | 59,1               | 85,2  | 110  |
| Германия   | 47,8                    | 48,1 | 48,4 | 46,2                   | 43,8 | 45,8 | 58,8               | 80,4  | 62,7 |
| Нидерланды | 44,2                    | 51,2 | 43,2 | 46,1                   | 46,2 | 42,8 | 52,2               | 59,3  | 46,8 |
| Великобр.  | 34                      | 44,7 | 44,2 | 35,3                   | 35,5 | 38,2 | 37,7               | 75,9  | 100  |
| США        | 33                      | 39,8 | 36,3 | 35                     | 28,8 | 29,2 | -                  | 95,2  | 119  |

# Факторы и проблемы американского роста

## Факторы роста

**Потребитель - 68% ВВП.** Против ~40% в Китае

**Наука и ИИ.** НИОКР 3,5% ВВП - больше любой страны Европы; частный бум инвестиций в центры обработки данных.

**Рост добычи нефти и газа**

**Доллар и рынки капитала**

## Ограничения

**Демография и конфликт вокруг проблемы иммиграции**

**Тарифы и непредсказуемость политики**

**Дорогой капитал.** Текущие ставки исторически высокие - корпоративному заемщику деньги достаются еще дороже.

**Расколотая политика.** Бюджет - поле войны партий: ни одна реформа не переживает смену администрации.

Потолок роста ~2% в год - неплохо для развитой экономики. Проблема в том, что для сокращения долговой нагрузки нужно больше.

# Инвестиции в США: с 2007 г весь реальный прирост частных инвестиций дали интеллектуальная собственность и ИТ-оборудование

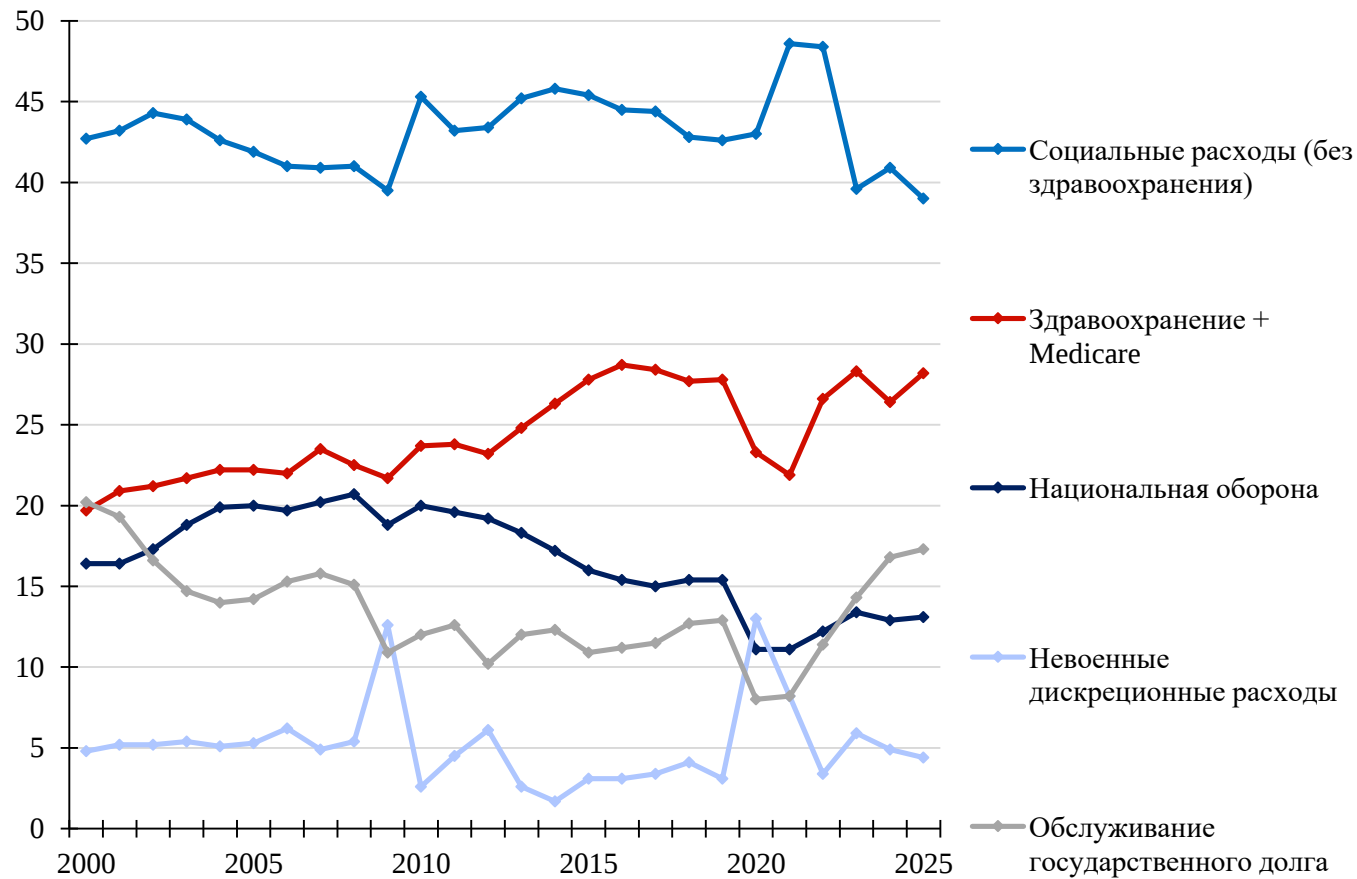
Частные инвестиции в основной капитал по видам (BEA NIPA, по II кв. 2026 г.). Слева - доли в ВВП, справа - реальный объем в ценах 2017 г., I кв. 2007 г. = 100.



## Расходы федерального бюджета

- **2/3 бюджета** – расходы на человеческие ресурсы
- **13% расходов** – на оборону (сокращение после войны в Ираке и Афганистане в 2011 году, но по прогнозу доля будет расти до 15% к 2030 году)
- **Стабильный рост расходов на здравоохранение и Medicare** (старение населения + Обамасаре + рост стоимости медицинских услуг выше инфляции)
- Невоенные дискреционные расходы – самая уязвимая и урезаемая часть бюджета – поддержка населения (2009 и ARP 2021 года)

Динамика ключевых статей расходов бюджета США (в % от общих государственных затрат)



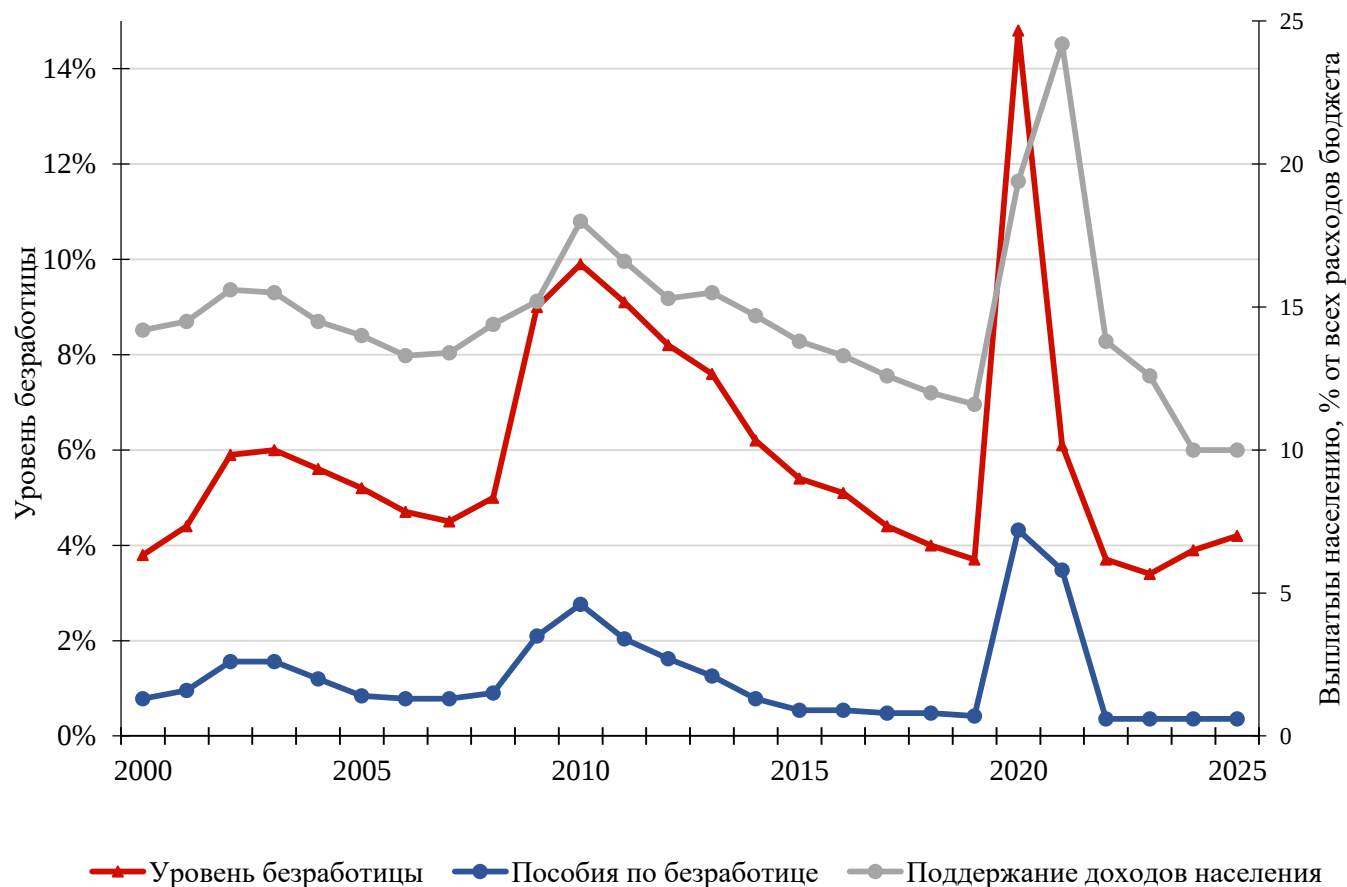
## Выплаты населению взлетают в кризис

На поддержку безработных – **1,2% ВВП** в 2010 году (Emergency Unemployment Compensation) и **1,7% ВВП** в 2021 году (CARES Act).

**Other income security** (пик в 2021 году из-за American Rescue Plan, в последние годы программы сворачиваются):

- Earned Income Tax Credits (EITC) и Child Tax Credits
- Supplemental Security Income (SSI)
- Пособия семьям с детьми
- Поддержка приемных семей и детей в системе опеки

### Динамика выплат для поддержания доходов населения



Источник: [www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals](https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals)

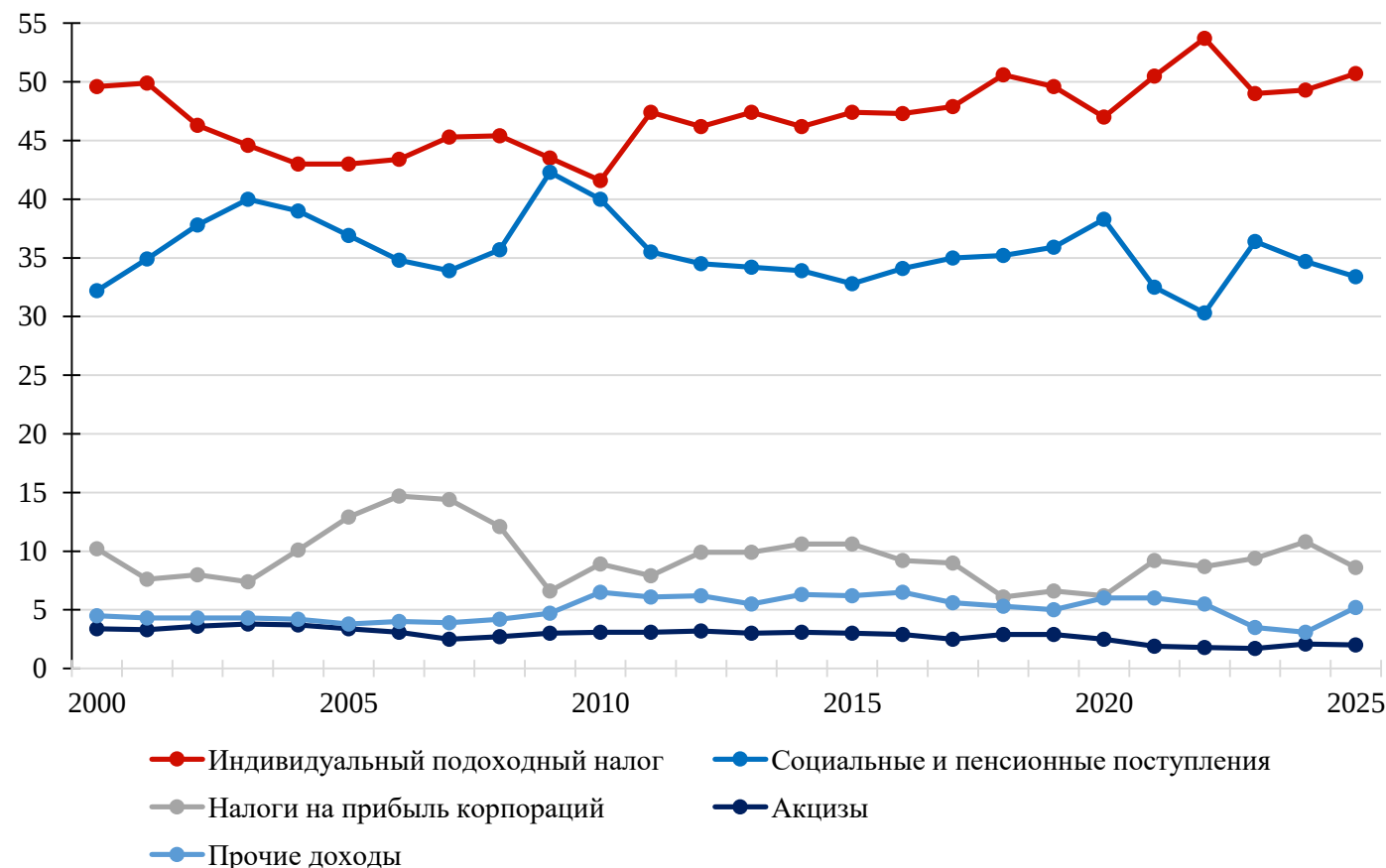
## Доходы федерального бюджета

- **Половина** поступлений в бюджет – **индивидуальный подоходный налог** (наиболее волатильная статья доходов, чувствительная к кризисам)

\*Прогрессивная шкала (семь ставок с 10 до 37% + налог штата, но существуют налоговые вычеты и кредиты)

- **Налог на прибыль корпораций** – **циклический**, под влиянием сниженных ставок из-за реформы TCJA 2017 года (снижение ставки с 35 до 21%) и OVBA (стимул для инвестиций или потеря доходов?)
- Социальные и пенсионные поступления – **стабильный рост в кризис** (FICA - 6,2% на социальные нужды и 1,45% на Medicare)

**Динамика источников финансирования бюджета США (в % от общей суммы поступлений)**



Источник: [www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals](http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals)

## Неравенство в расходах на здравоохранение

- **2010 год** – Obamacare или Affordable Care Act (расширение Medicaid)
- **2009 и 2022** годы – вид кривой не изменился (но абсолютное выражение – с 1,3 трлн до 3,7 трлн долларов)
- **5% населения** тратят почти **50%** от всех расходов на здравоохранение = комбинация высоких доходов, возраста и плохого здоровья
- **50% населения** тратят **2,8%** от всех расходов на здравоохранение



Источник: Centers for Medicare and Medicaid Services, Office of the Actuary, National Health Statistics Group

## Источники финансирования расходов на здравоохранение

**Medicare в 2000 году покрывал лишь 20,9%, а Medicaid - 9,8% расходов на здравоохранение**

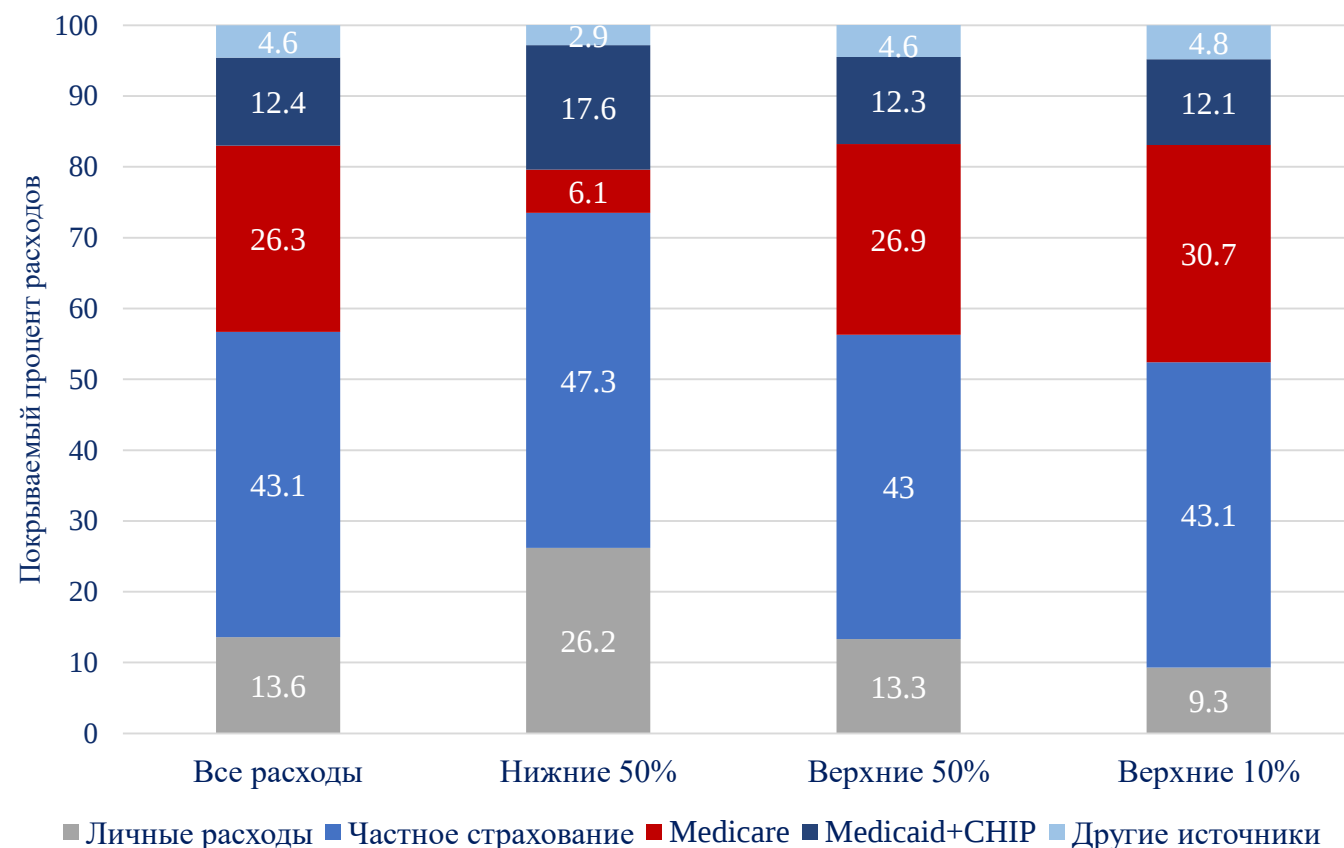
Medicare широко представлена в верхних слоях, а Medicaid в нижних.

\*Medicare – государственная программа для людей старше 65 лет или на основе инвалидности (part A – бесплатно, part B – по ежемесячным страховым взносам)

\*\*Medicaid – государственная программа для людей с низким доходом (пожилых, инвалидов, беременных, малоимущих семей с детьми)

\*\*\* Одновременное пользование Medicare и Medicaid не исключается (12 млн человек)

Концентрация расходов на здравоохранение по источникам финансирования в 2022 году



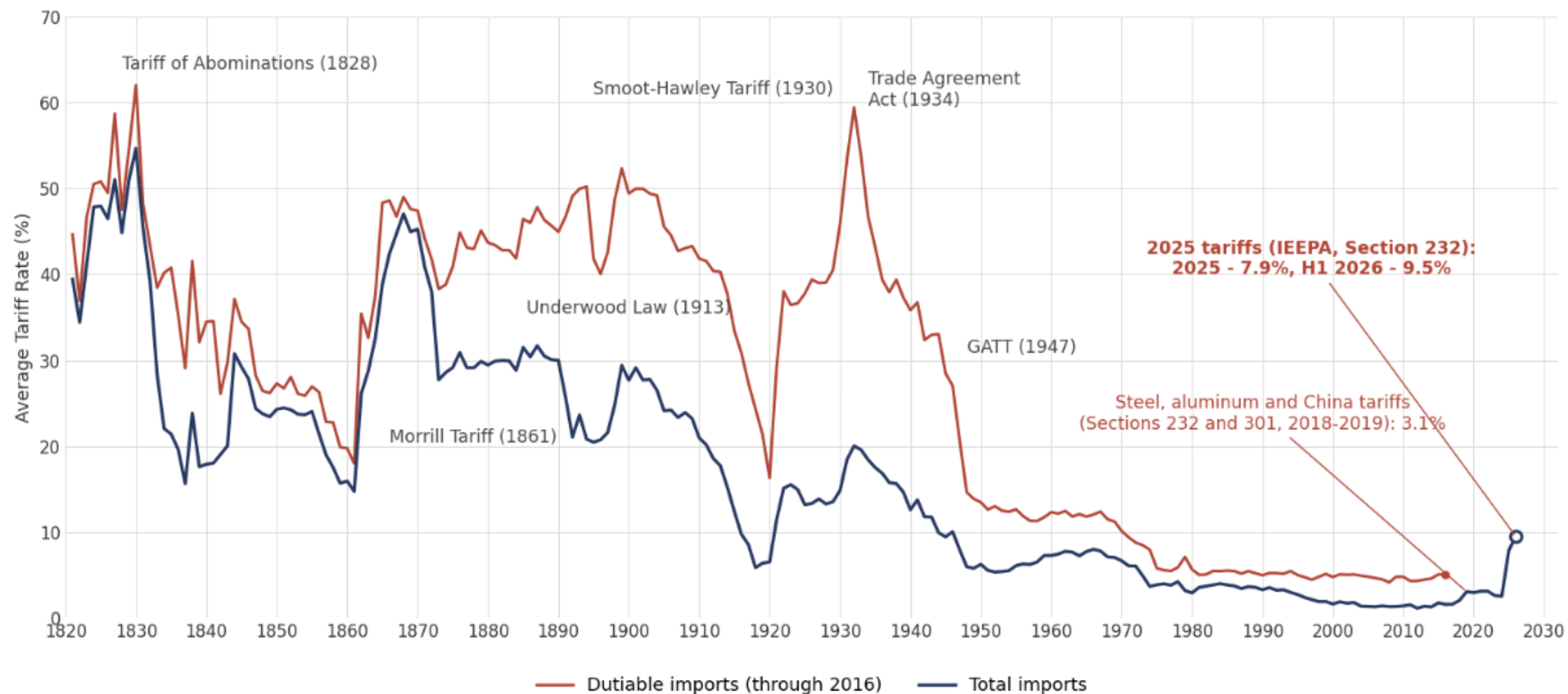
Источник: Concentration of Healthcare Expenditures and Selected Characteristics of People with High Expenses, United States Civilian Noninstitutionalized Population, 2018-2022

Расходы на оборону, 2022, USD (цены 2022 года) SIPRI

|                   | Млрд. долл. 2022 г. |        |         |         |         |        |        | % ВВП      |      |      |      |      |        |       |
|-------------------|---------------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|------------|------|------|------|------|--------|-------|
|                   | 1988                | 1998   | 2010    | 2019    | 2020    | 2022   | 2023   | 1988       | 1998 | 2010 | 2019 | 2020 | 2022   | 2023  |
| США               | 709,5               | 483,7  | 917,1   | 778,3   | 815     | 811,5  | 916    | 6,1        | 3,2  | 4,9  | 3,4  | 3,7  | 3,5    | 3,4   |
| Китай             | 19,6<br>(1989)      | [34,5] | [143,2] | [266,1] | [278,7] | [298]  | [296]  | 2,4 (1989) | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 1,7  | [1,6]  | [1,7] |
| Россия            | 272,2<br>(СССР)     | 15,2   | 48,2    | 63,1    | 64,6    | [72]   | [109]  | -          | 2,7  | 3,6  | 3,8  | 4,3  | [4,1]  | [5,9] |
| Саудовская Аравия | 24,9                | 33,5   | 57,1    | [69,7]  | [66,5]  | [73]   | [75,8] | 15,2       | 14,3 | 8,6  | 7,8  | 8,4  | [9,0]  | [7,1] |
| Франция           | 55                  | 48,7   | 52,2    | 54,1    | 55,6    | 57     | 61,3   | 3,0        | 2,2  | 2,0  | 1,8  | 2,1  | 1,9    | 2,1   |
| Индия             | 20,2                | 25,7   | 54,9    | 76,4    | 76,8    | 81     | 83,6   | 3,7        | 2,7  | 2,9  | 2,5  | 2,9  | 2,4    | 2,4   |
| Великобритания    | 67,3                | 53,6   | 70,5    | 63,2    | 64,2    | 70     | 74,9   | 4,2        | 2,5  | 2,6  | 2,0  | 2,2  | 2,2    | 2,3   |
| Япония            | 39,0                | 46,2   | 46,4    | 47,6    | 48,2    | 46     | 50,2   | 0,9        | 0,9  | 1,0  | 0,9  | 1,0  | 1,1    | 1,2   |
| Германия          | 58,4<br>(ФРГ)       | 46,2   | 44,9    | 53,7    | 57,1    | 57,8   | 66,8   | 2,6 (ФРГ)  | 1,4  | 1,3  | 1,3  | 1,4  | 1,4    | 1,5   |
| Республика Корея  | [15,1]              | [21,4] | 33,8    | 46,3    | 48,8    | 49,6   | 47,9   | 4,3        | 2,8  | 2,5  | 2,7  | 2,8  | 2,7    | 2,8   |
| Италия            | 31,5                | 32,1   | 32,2    | 28,3    | 34,8    | 34,6   | 35,5   | 2,1        | 1,6  | 1,5  | 1,3  | 1,6  | 1,7    | 1,6   |
| Австралия         | [13,5]              | [15]   | 23,6    | 29,2    | 30,6    | 32,8   | 32,3   | 2,2        | 1,9  | 1,9  | 1,9  | 2,1  | 1,9    | 1,9   |
| Бразилия          | [12,1]              | 12,3   | 20,7    | 21,2    | 20,3    | 17,7   | 22,9   | 2,1        | 1,7  | 1,5  | 1,4  | 1,4  | 1,1    | 1,1   |
| Канада            | 19,3                | 14,1   | 19,3    | 24,7    | 25,5    | 26,1   | 27,2   | 2,0        | 1,3  | 1,2  | 1,3  | 1,4  | 1,2    | 1,3   |
| Турция            | 4,9                 | 10,1   | 9,4     | 17,6    | 16,6    | 11,5   | 15,8   | 2,9        | 3,2  | 2,3  | 2,7  | 2,8  | 1,2    | 1,5   |
| Польша            | 7,9                 | 6      | 8,5     | 12,7    | 14,2    | 16,8   | 31,6   | 2,6        | 2,0  | 1,8  | 2,0  | 2,2  | 2,4    | 3,8   |
| Швеция            | 6,8                 | 6,2    | 5,6     | 6,6     | 6,9     | 8,5    | 8,8    | 2,6        | 1,9  | 1,2  | 1,1  | 1,1  | 1,3    | 1,5   |
| Украина           | -                   | 1,2    | 2,4     | 5,8     | 6,5     | [44,0] | 64,8   | -          | 2,1  | 1,9  | 3,5  | 3,8  | [33,6] | 37    |

Source: SIPRI, 2023, Military Expenditure Database

## U.S. Average Tariff Rates (1821-2026), % of import value



Sources: 1821-2016 - Bureau of the Census, Historical Statistics of the U.S.; USITC DataWeb (as in the original chart); 2017-2026 - BEA NIPA, customs duties / goods imports (2026 - H1).

## Бюджетный эффект тарифной политики Трампа

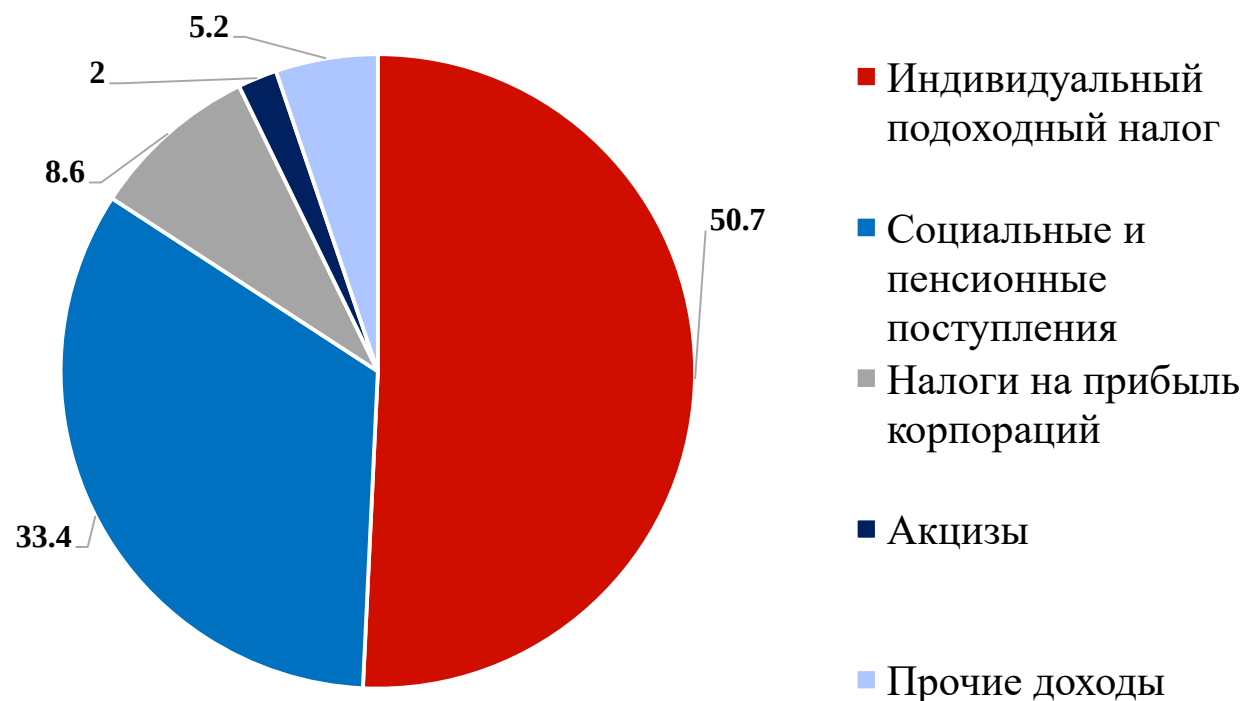
### Структура доходов бюджета США в 2025 году (в % от общей суммы поступлений)

Растущая доля «**прочих доходов**» (с 5,2% до **9,3%** к 2030), среди которых большая часть – таможенные пошлины и сборы.

#### Поступления с пошлин в бюджет:

- 2024 г. - 77 млрд долларов
- 2025 г. – **195 млрд долларов**
- 2030 г. (прогноз) – 524 млрд долларов!

Риск торговой войны (закон Хоули-Смута)?  
Компенсация налоговых потерь?



## Нефтяной шок 2026 г.: акции, нефть, бензин и торговля США нефтью

Недельные данные с 2016 г.; торговля нефтью и нефтепродуктами - квартальные данные BEA с 2005 г., млрд долл. в годовом выражении



### Экспорт и импорт нефти и нефтепродуктов США, млрд долл. в год (квартальные данные, SAAR)



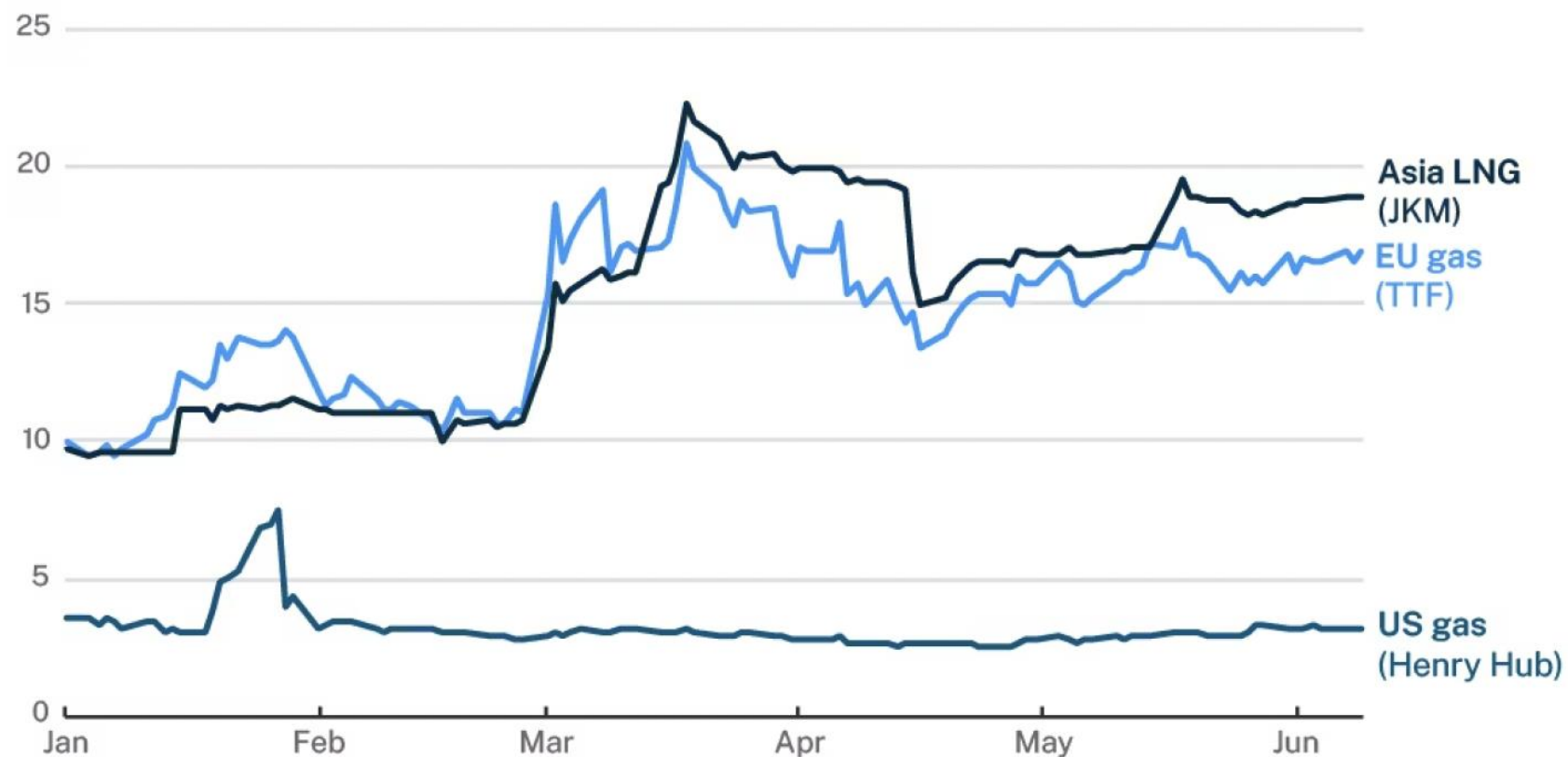
Источники: Yahoo Finance (S&P 500); EIA через FRED (WTI и Brent - спот, бензин - розничная цена regular); BEA NIPA, таблица 4.2.5, через FRED (экспорт и импорт нефти и нефтепродуктов).

Нефть по 95 долл. в 2011 г. означала для США внешний дефицит в 330 млрд долл. в год, в 2026 г. та же цена дает профицит около 200 млрд.

## US, Asian and European prices of natural gas

Oxford Analytica, June 15

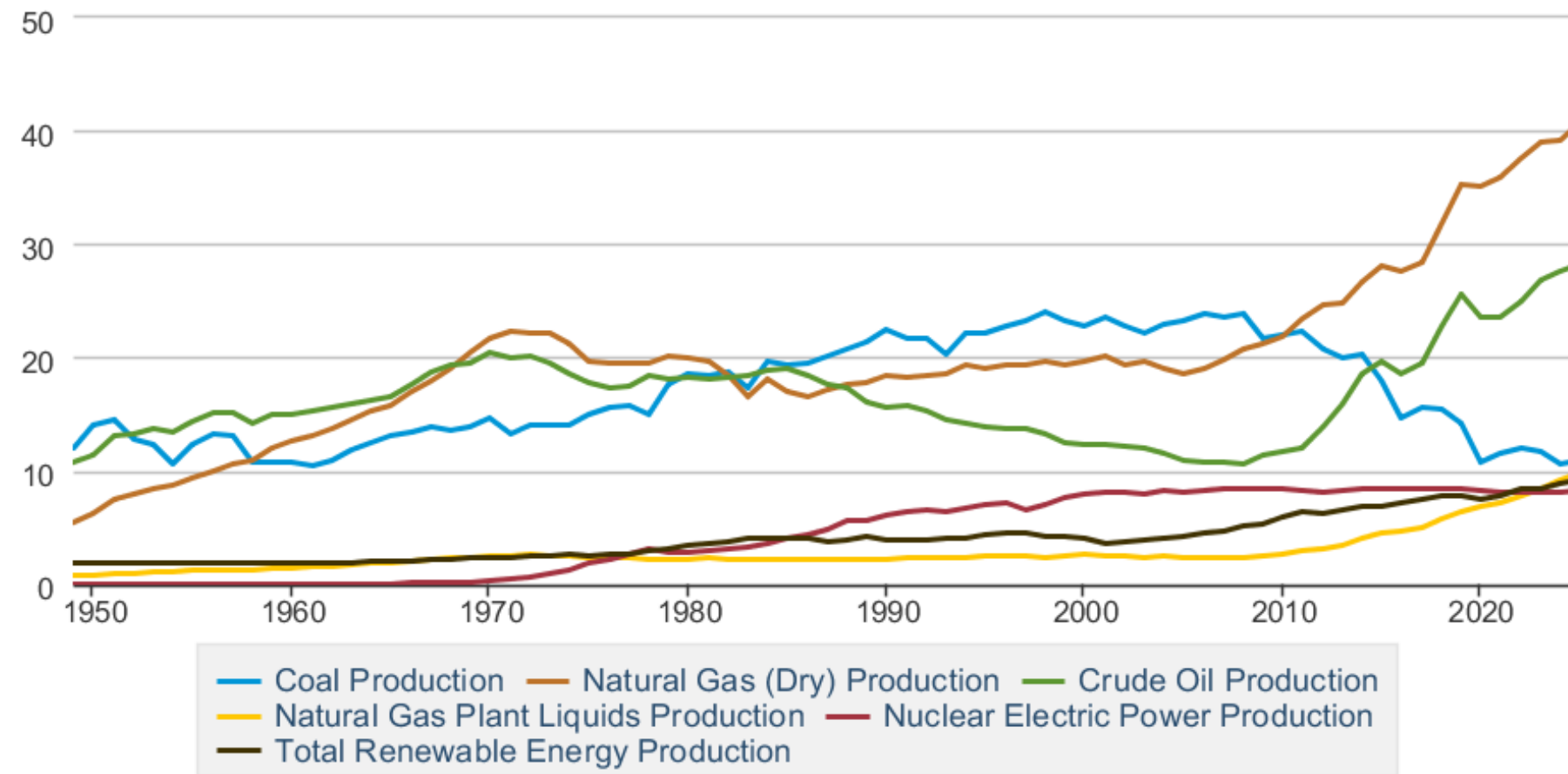
Natural gas prices by region in 2026 (USD per mBtu)



Sources: LSEG Workspace, Oxford Analytica

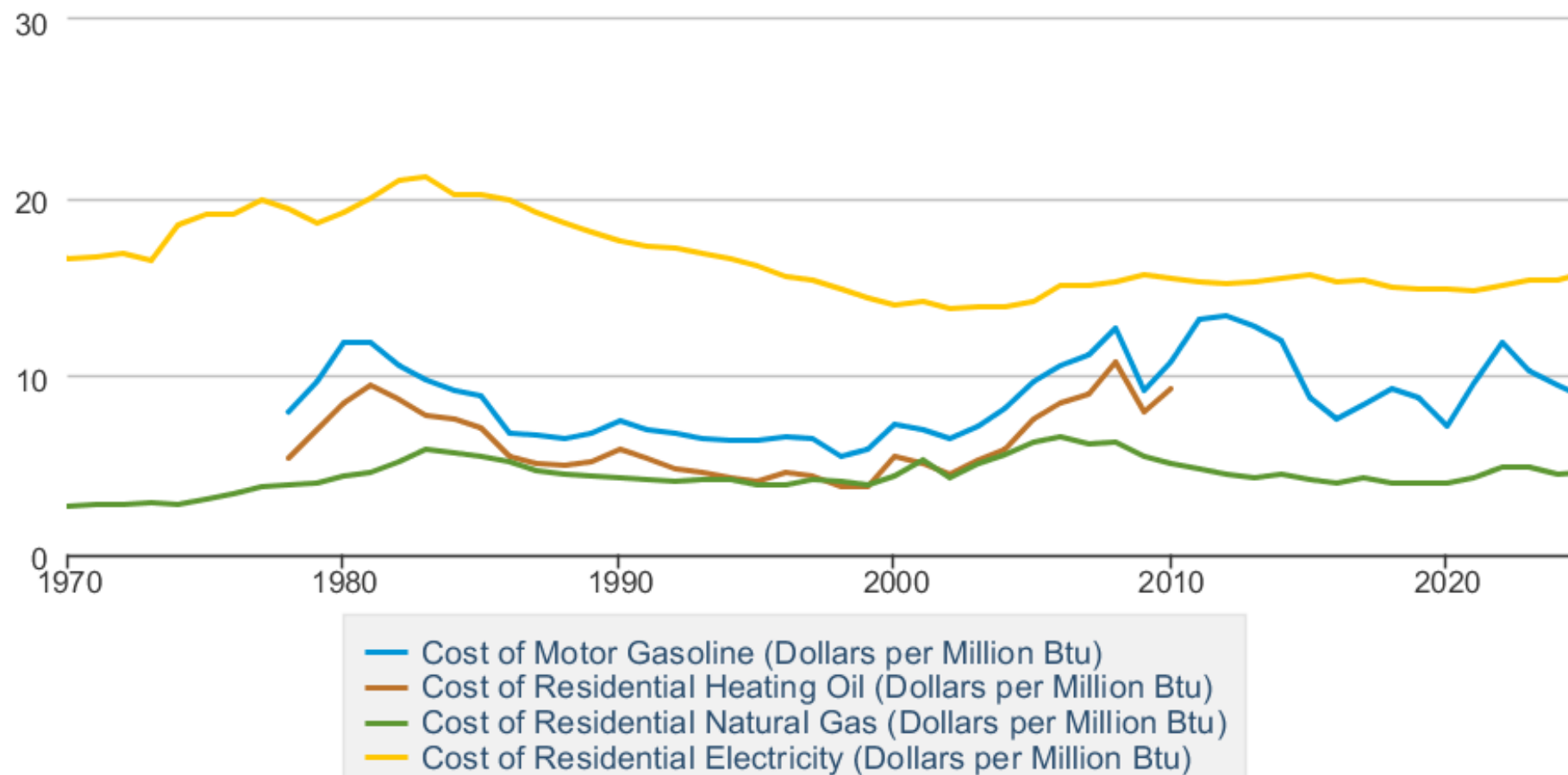
**Table 1.2 Primary Energy Production by Source**

Quadrillion Btu



**Table 1.6 Cost of Fuels to End Users in Real (1982-1984) Dollars**

Dollars per Million Btu



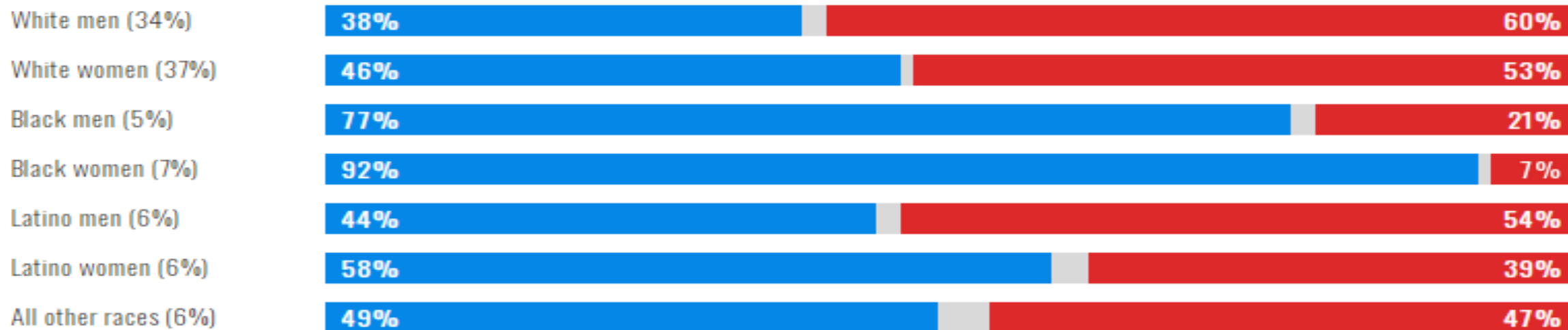
## Доходы домохозяйств в США, 2022 г (старше 15 лет, тыс. долл./семья)

| Доходы на семью                            | Все население | Белые (не испаноязычные) | Азиатского Происхождения | Испаноязычные | Афроамериканцы |
|--------------------------------------------|---------------|--------------------------|--------------------------|---------------|----------------|
| Медианный доход                            | 74            | 81                       | 109                      | 63            | 53             |
| Медианный доход семей после уплаты налогов | 64            | 67                       | 90                       | 56            | 47             |
| Средний доход                              | 102           | 96                       | 139                      | 81            | 60             |

## Race



## Sex by race



Источник: <https://www.nbcnews.com/politics/2024-elections/exit-polls>

## «The party controls the legacy media as well as the academy»

### Journalist political contributions (2016)

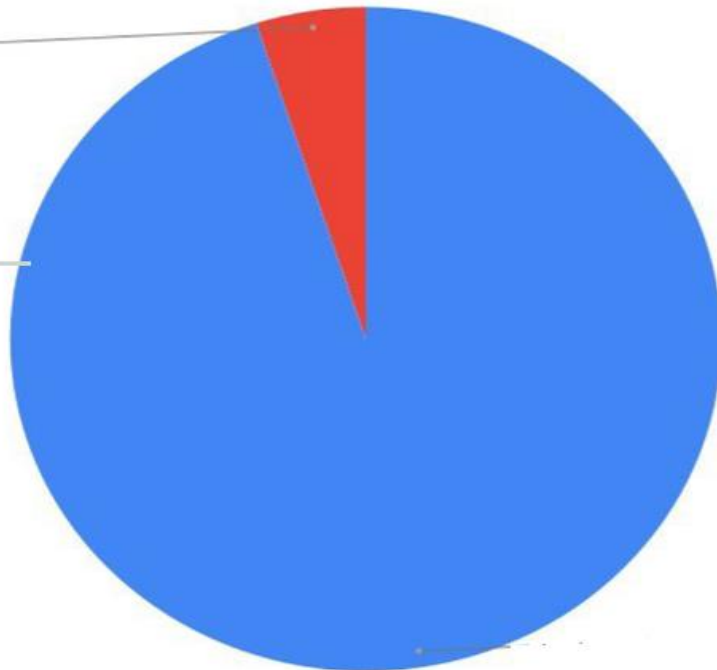
Source: FEC Data ([bit.ly/3PKM792](https://bit.ly/3PKM792))

Republican

5.0%

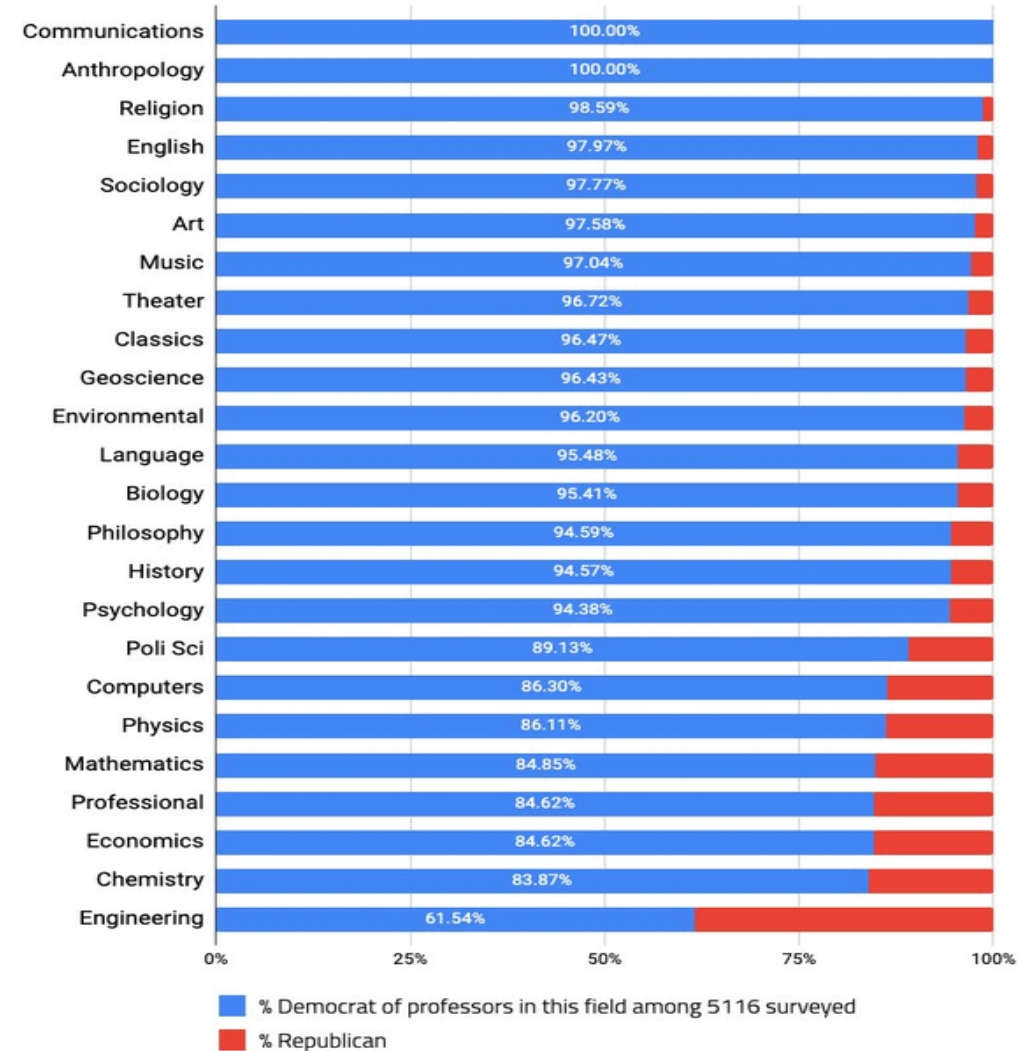
Democrat

95.0%



## PROFESSORS ARE DEMOCRATS

Therefore, "experts" are Democrats too.



■ % Democrat of professors in this field among 5116 surveyed

■ % Republican

Source: Langbert 2018 — [archive.is/3HugJ](https://archive.is/3HugJ)

## Алан Гринспен и Адриан Вулдридж

### «КАПИТАЛИЗМ в АМЕРИКЕ» – М., Альпина, 2022, стр.419

«Буш-младший занял пост президента с твердым стремлением выполнить оба своих главных предвыборных обещания – как бы противоречивы они не были: снизить налоги и одновременно доказать, что он является «сострадательным консерватором», который готов использовать возможности правительства для заботы о бедных.» ...

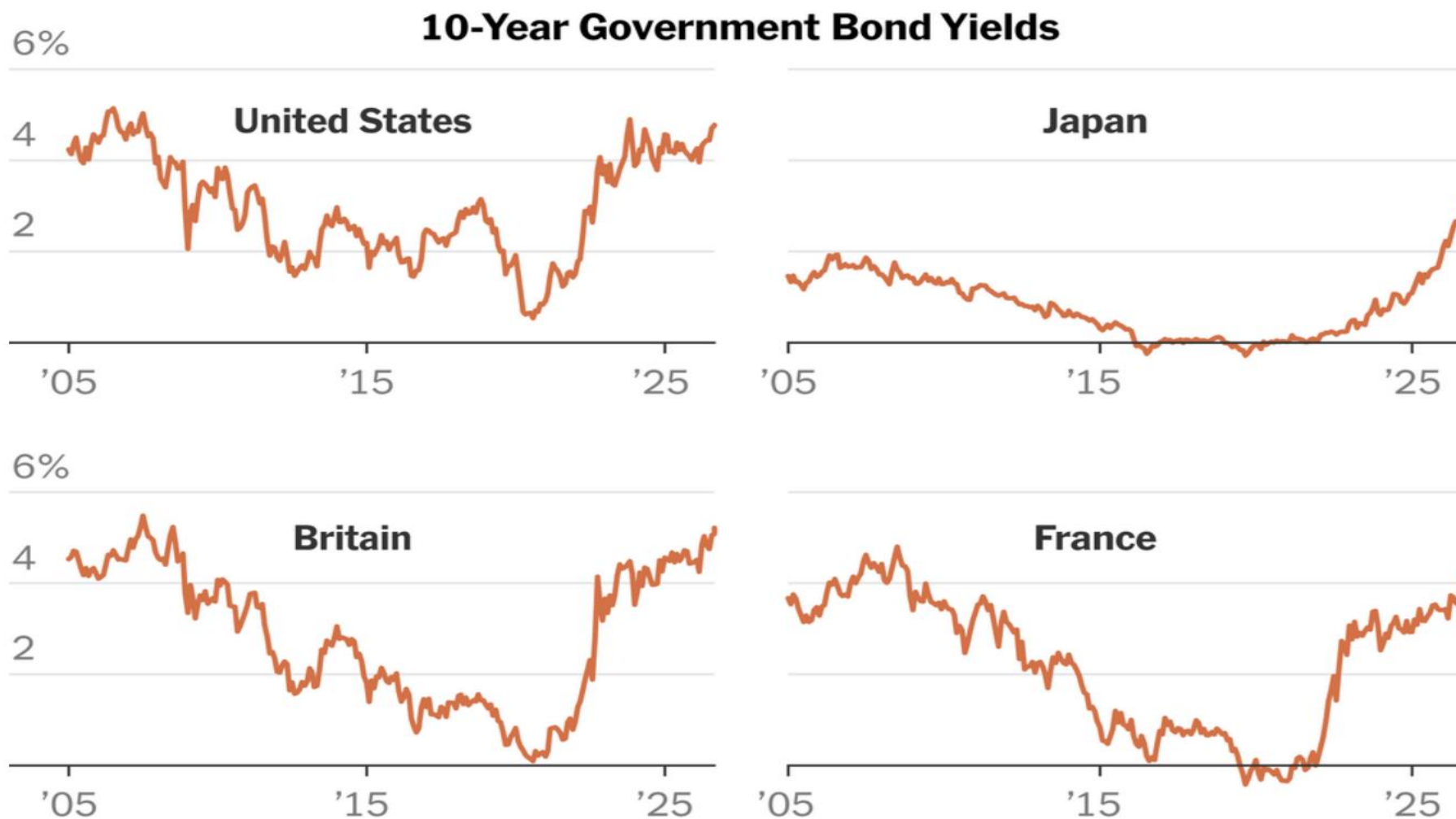
«... Административно-бюджетное управление администрации президента США, Бюджетное управление Конгресса и Федеральная резервная система прогнозировали профицитный бюджет на неопределенный срок в будущем, предполагая в конечном счете погашение национального долга. Федеральный резерв создал рабочую группу для поиска альтернативных ценных бумаг на тот случай, если США ликвидируют национальный долг, этот исторически жизненно важный инструмент финансово-кредитной политики.»

Все изменилось с 11 сентября 2001 – ударов по Торговому центру...

Далее идут войны и параллельно специальные гибридные закладные для жилья бедных...

**Быстро растущий государственный долг США – это эффект XXI века!**

## New York Times: A global sell-off in government bonds pushed borrowing costs to the highest levels in decades.



# К осени 2026 проблема высоких ставок %% по госдолгу – центр дебатов!

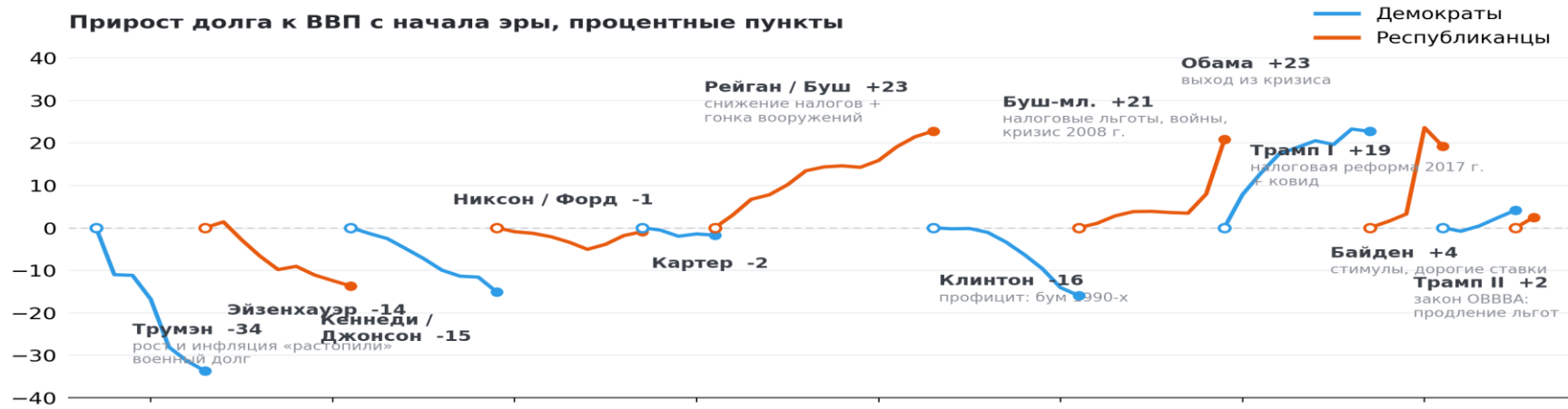
- Forcers D., Goncalves C. E., Li H. (2025). The impact of debt and deficits on long-term interest rates in the US. IMF Working Paper, No. 2025/142. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Chien Y., Bloodworth K. The declining convenience yield and quantitative tightening // FRB St. Louis, On the Economy. 2026. February 27.
- “Economist” сегодня = “America has a whopping debt. But Europe has the whopping debt problem The French-size problem at the heart of the EU.”
- Григорьев Л.М., Бородаева В.А. «Предел государственного долга» // [«Вопросы экономики» №10 - 2026].

# Снижали долг только в эпоху высокого роста

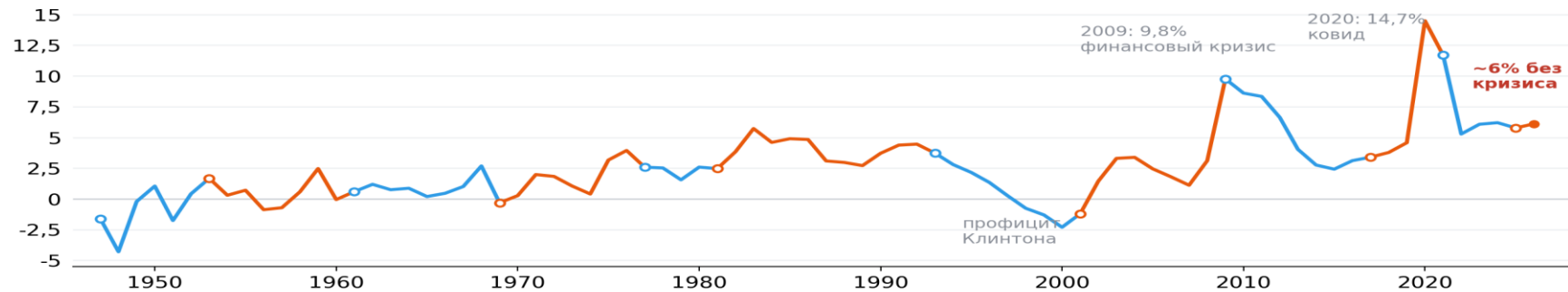
## США: долг и дефицит при каждой партийной эре

Каждый отрезок - непрерывное правление одной партии. Точка начала - первый финансовый год эры.

Прирост долга к ВВП с начала эры, процентные пункты



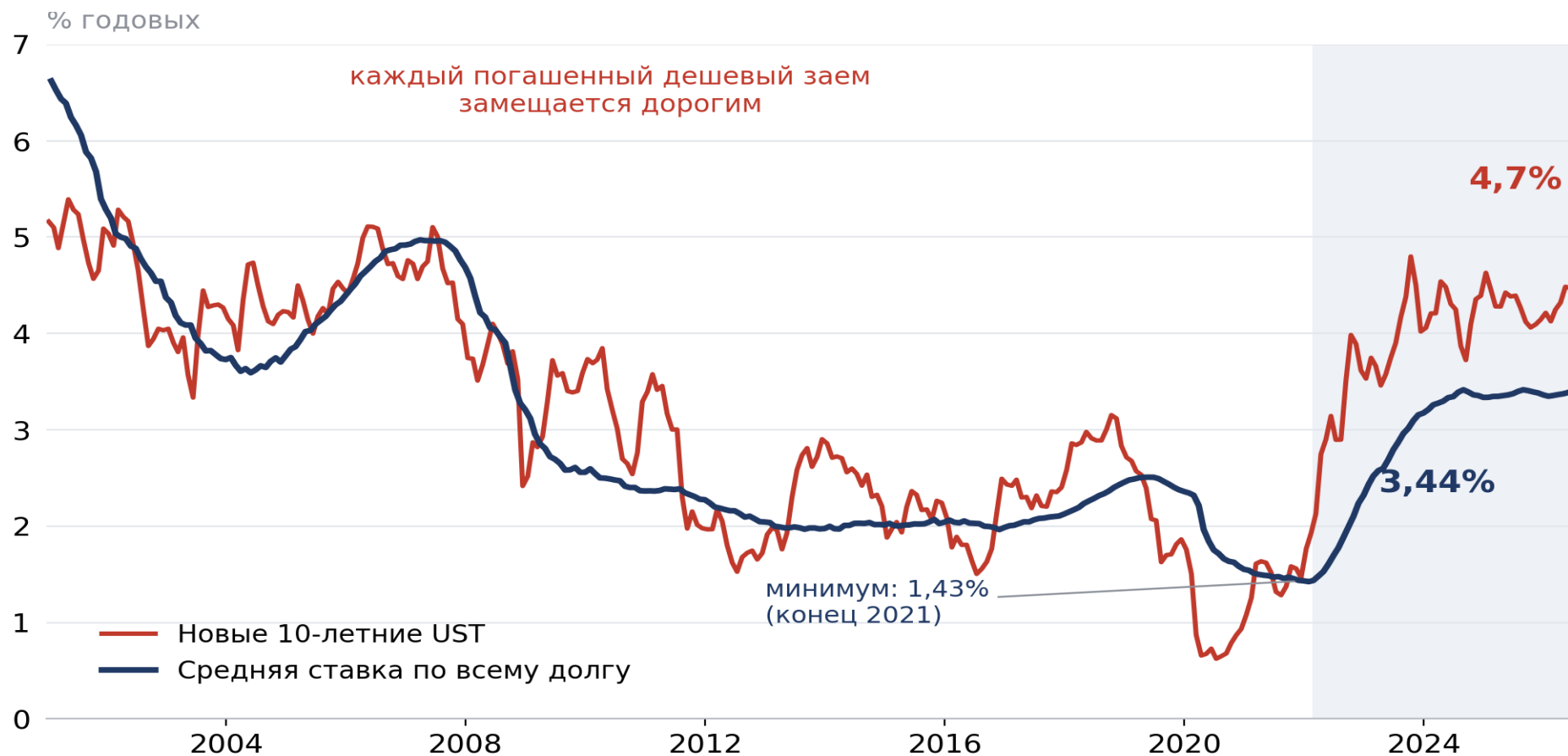
Дефицит федерального бюджета, % ВВП (выше нуля - дефицит)



Источники: OMB Historical Tables; FRED (долг у публики и баланс бюджета, % ВВП, финансовые годы). 2026 - оценка по 10 месяцам финансового года.

С 1981 г. долг наращивали все администрации - менялись лишь поводы: налоги, гонка вооружений, войны, кризисы, ковид.

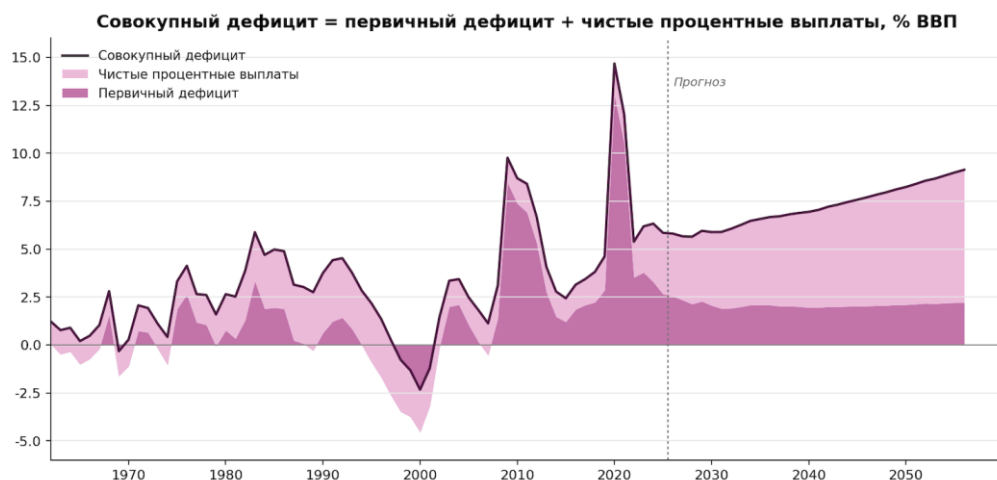
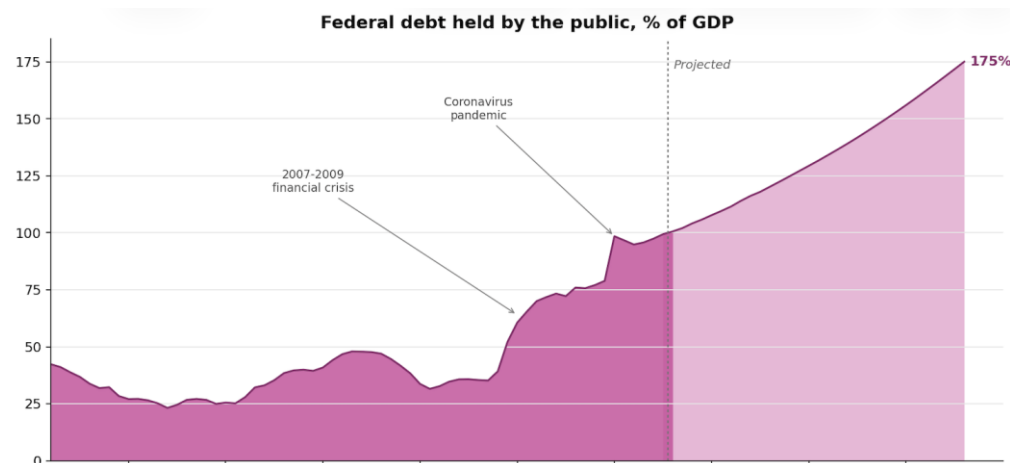
## С 2022 года дешевый долг рефинансируется по более высоким ставкам



Источники: U.S. Treasury, Average Interest Rates (Total Marketable); FRED (доходность 10-летних бумаг).

Средняя ставка 3,44% против 4,7% по новым размещениям: удорожание продолжится еще годы.

# Дефицит будущего - это проценты по прошлому



## Первичный дефицит стабилен

Расходы минус доходы без процентов - около 2,5% ВВП на всем прогнозе: сама «жизнь не по средствам» не растет.

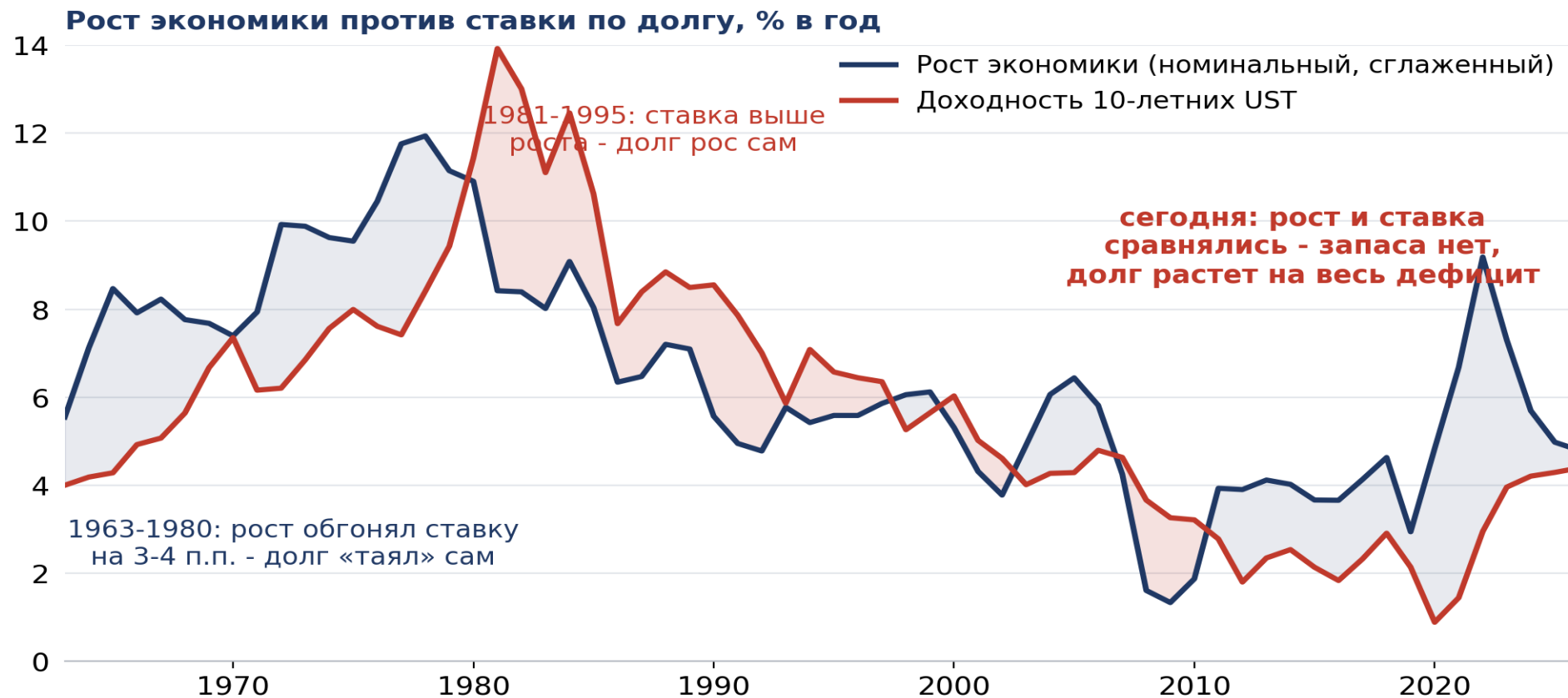
## Растут в основном процентные расходы

Весь прирост дефицита до 2056 г. - процентные расходы: к концу прогноза это две трети совокупного дефицита.

## Долг воспроизводит сам себя

Новые займы идут на оплату старых: петля «долг - проценты - дефицит - долг» уже видна в прогнозе CBO.

## Из долга уже не получается вырасти



Источники: ВЕА, номинальный ВВП (сглаживание за 3 года); FRED, доходность 10-летних казначейских бумаг, средняя за год

Тридцать послевоенных лет рост обгонял ставку - долг сокращался. Сегодня они равны: долг увеличивается на весь дефицит бюджета, ~\$2 трлн в год.

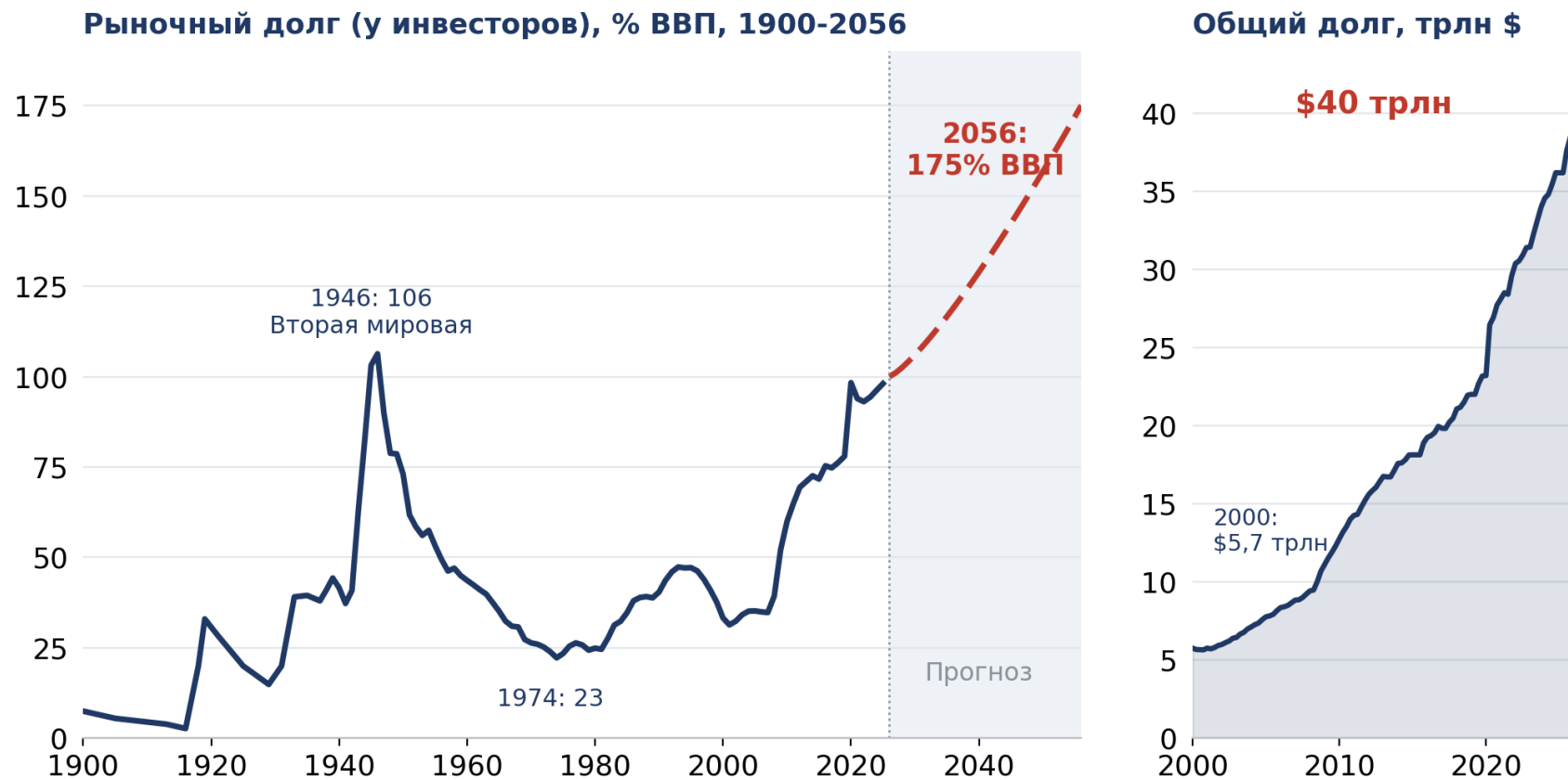
## Проценты в треть бюджетта Америка уже проходила - дважды



Источники: HSUS (Historical Statistics of the United States); OMB; FRED; расчеты по статье «Предел долга» (2026). До 1940 г. - интерпо

После Гражданской и Первой мировой войн проценты по долгу доходили до трети расходов - и оба раза страна выходила из долговой ямы. Как?

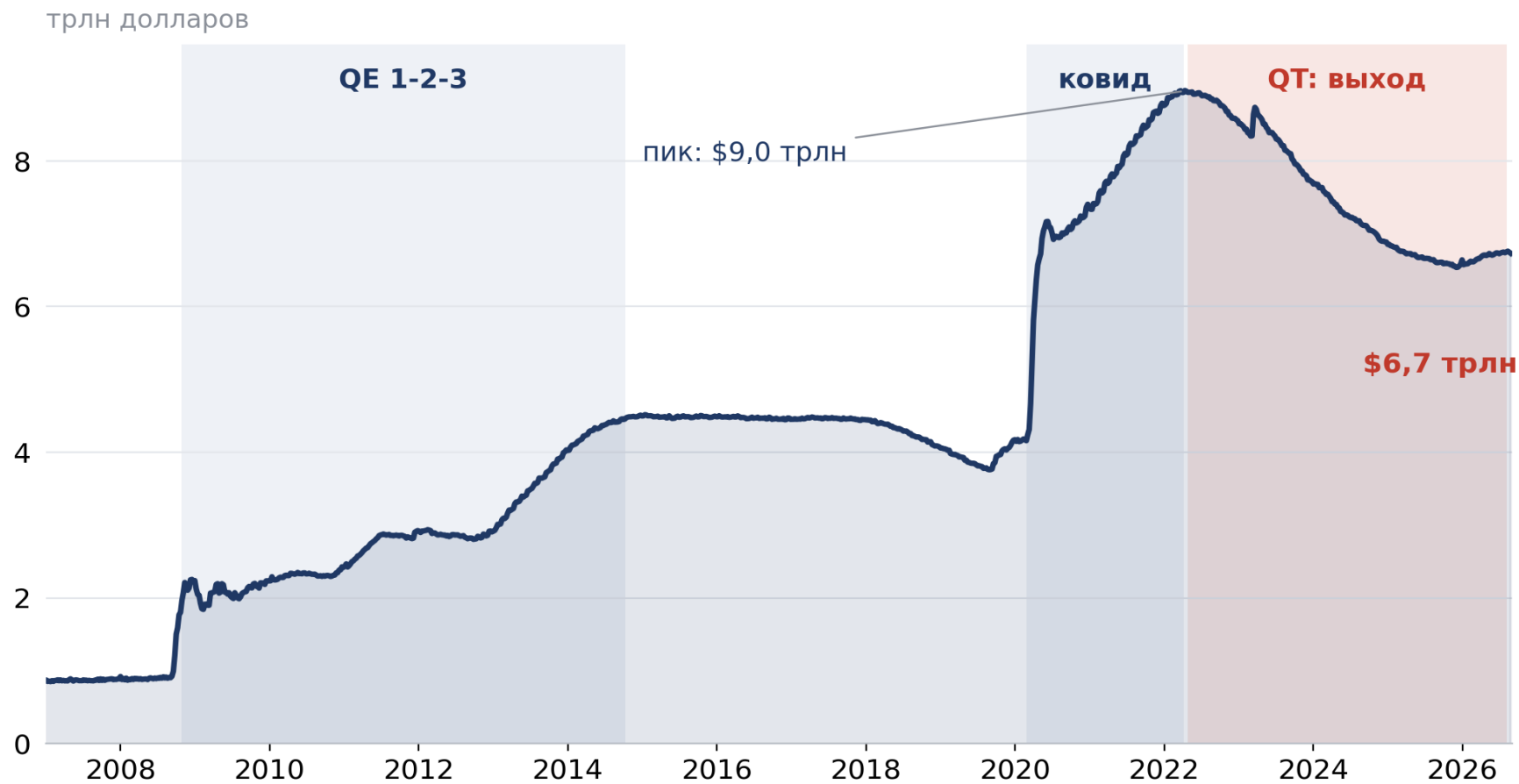
## Такой долг у США был только после мировой войны



Источники: CBO, Long-Term Budget Outlook; OMB; Казначейство США; FRED. Пунктир - базовый прогноз CBO.

Общий долг \$40 трлн (123% ВВП) = рыночный ~\$31,5 трлн у инвесторов + ~\$8,3 трлн на счетах самого государства.

## Минфин США размещал («продавал») долг в ФРС



Источник: Federal Reserve, суммарные активы, трлн долларов; FRED.

Пока ФРС скупала бумаги, цена долга не отражала состояние бюджета. С 2022 г. эта опора убрана - фискальный сигнал вернулся в ставки.

## Четыре ключевых направления

1

**Рост экономики США есть - но он не сокращает долг**

Америка растет быстрее всех богатых стран, однако темп ~2% уже не перекрывает ставку по долгу: послевоенный рецепт «перерасти долг» больше не работает.

2

**Долг подорожал из-за смены покупателей**

ФРС и иностранный официальный сектор уступили место внутреннему рынку, который требует цену. Опасен не размер долга, а поток размещений: перезанимать приходится ~\$10 трлн в год.

3

**Проценты на обслуживание долга утроились и обошли расходы на национальную оборону**

Платежи по долгу выросли в 3,4 раза за шесть лет и впервые в истории США превысили расходы на национальную оборону.

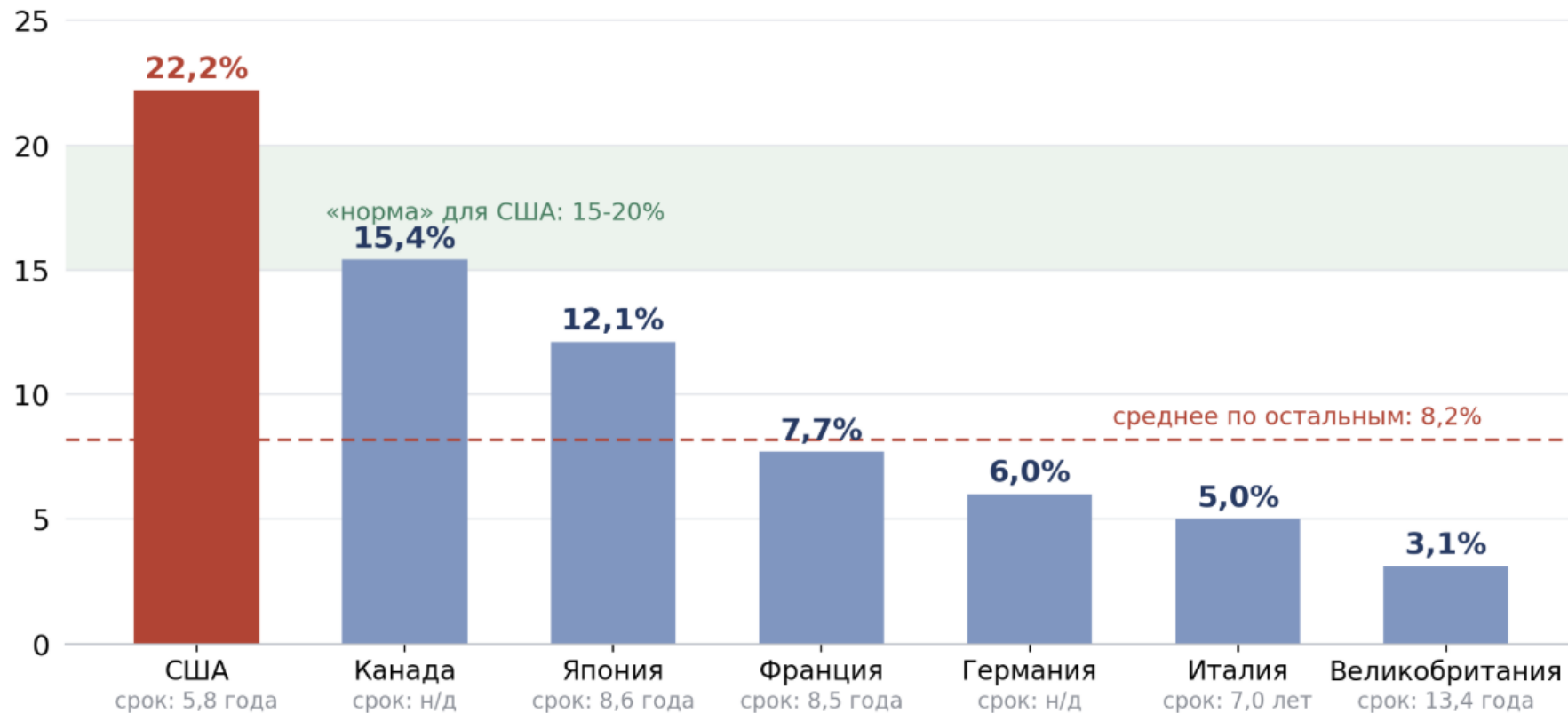
4

**Выход выбран через управление рынком**

Казначейство выкупает длинные бумаги и укорачивает срок размещения - спор о цене долга перешел из рынка в политику.

## Америка занимает «короче» всех крупных стран

Доля векселей (бумаг до года) в рыночном долге: США короче всех, %

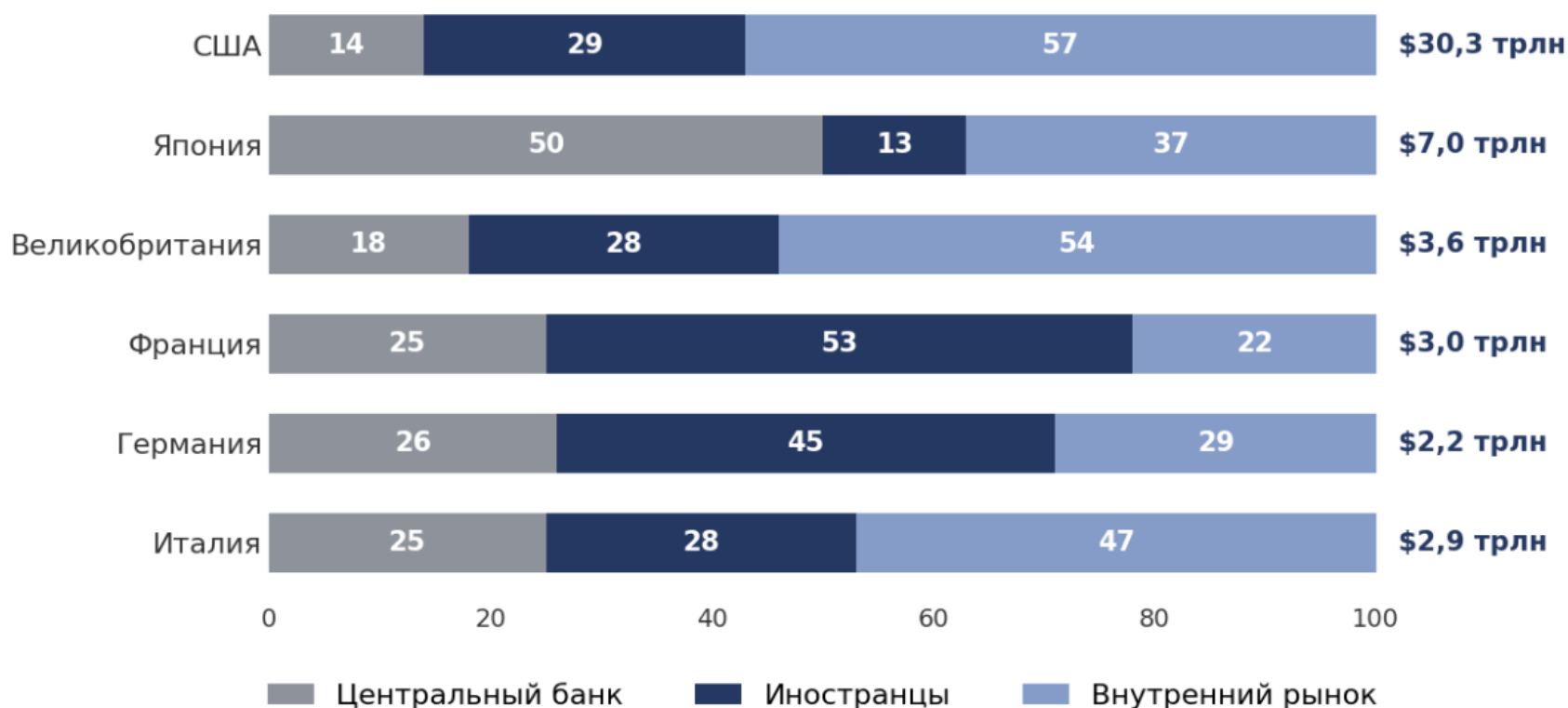


Источники: доли векселей - нац. казначейства, ТВАС; средний срок - UK DMO, US Treasury (MSPD), MEF, AFT, JMA. 2025-2026.

Порог фискального доминирования: ~\$7 трлн переоцениваются непрерывно - каждые +100 б.п. ставки ФРС сразу стоят бюджету ~\$70 млрд в год.

## У США самая рыночная структура долга\*

Держатели рыночного государственного долга, конец 2025 г., % и объем долга



**Рыночный долг** - государственные облигации, обращающиеся на вторичном рынке.

Деление на рыночный и нерыночный долг существует во всех странах, но у Японии и европейских стран нерыночная часть (сберегательные инструменты для населения, займы) составляет единицы процентов, а внутригосударственные позиции в статистике уже консолидированы.

В США нерыночный долг крупнее (8,2 из 38,5 трлн долл. на конец 2025 г.), поскольку трастовые фонды Social Security и Medicare держат специальные непереуступаемые бумаги, а не рыночные облигации. Для сопоставимости по всем странам показан только обращающийся на рынке долг.

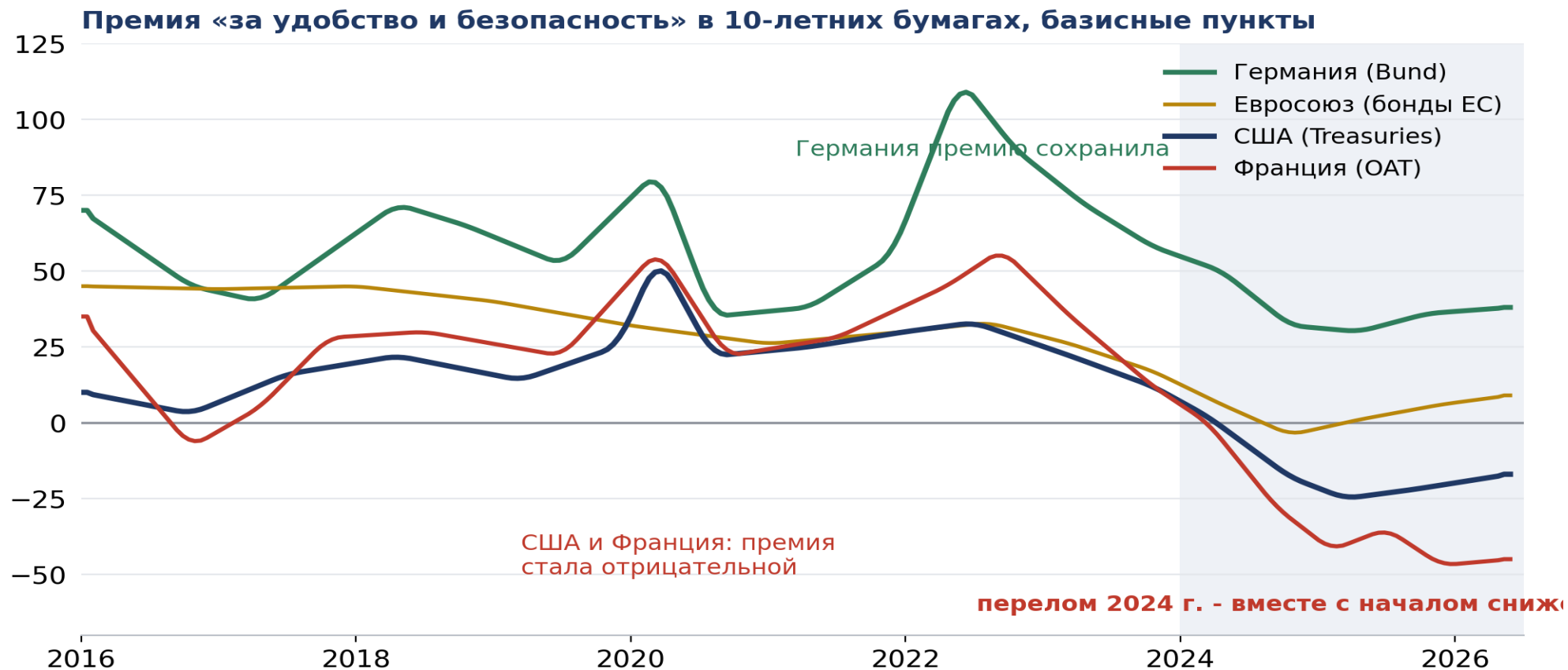
Источники: U.S. Treasury MSPD

Япония разместила половину долга в ЦБ и у национальных держателей, Франция преимущественно зависит от иностранцев.

# Зачем инвесторам американский долг

- Правительство США за 250 лет всегда платило по долгам. Рекорд Серениссимы = Monte Vecchio с 1262 г. под 5%, обслуживался до падения Республики в 1797 г.
- Это фактор оттока капитала из других развитых стран – в Европе уже есть голоса об «отмене» безрискового статуса – но это сломало бы систему оценки рисков.
- Доллар - это «Непомерная привилегия» (Жискар д'Эстен) ... Долга много = 30 трлн долл. в обращении, оборот около 1 трлн в день. Для ряда стран это стало политической проблемой, но выбор альтернатив невелик...
- У иностранцев долга Казначейства США 8,8 трлн долл. - больше, чем весь рыночный долг остальных пяти стран вместе (5,3 трлн).
- Доллар - 58% мировых резервов. Центробанки, экспортеры и суверенные фонды вынуждены парковать выручку в крупнейшем долларовом активе - трежерис.
- За надежность и удобство инвестор еще недавно доплачивал - принимал доходность ниже, чем по сопоставимым бумагам (convenience yield). Эта премия исчезла (см. следующий слайд).

## Convenience lost: премия за удобство и безопасность у США исчезла



Источник: по данным Allianz Research (LSEG), 2026 - синтетические оценки convenience yield. Выше нуля - инвесторы доплачивают за право держать американский долг.

Четверть века инвесторы доплачивали за право держать американский долг. С 2024 г. премия США и Франции отрицательна - Германия свою сохранила.

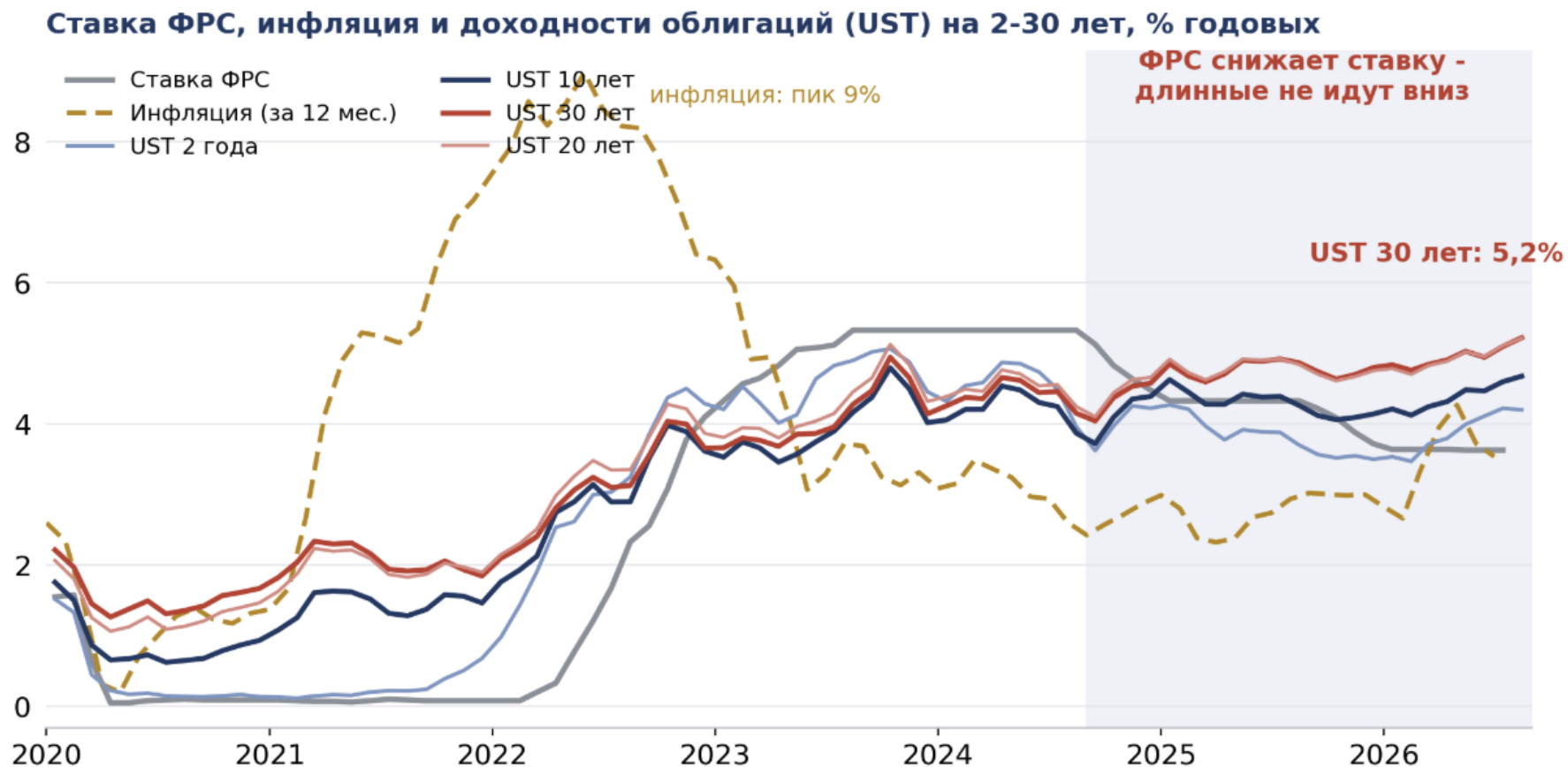
## Ставку ФРС снижает - ставки по долгосрочным облигациям не падают



Источник: Федеральная резервная система (данные FRED)

Короткий конец кривой в большей степени «слушает» ФРС, длинные – вероятно, бюджет: 10-летняя доходность сегодня выше, чем при пиковой ставке ФРС.

## 2022-2026: инфляция в США «ушла», а дорогие ставки остались



Источники: ФРС; BLS; FRED, среднемесячные значения. Серая зона - цикл снижения ставки с сентября 2024 г.

Ставку ФРС снизили на 175 б.п., инфляция вернулась к 3% - но 20- и 30-летние доходности выше 5%: цена неустойчивой фискальной траектории

## Осень 2025: кризис ликвидности - ФРС была вынуждена вернуться с операциями по покупке на рынок



Источники: ФРБ Нью-Йорка; FRED. Положительные значения - деньги на рынке дороже, чем у ФРС: признак нехватки резервов.

31 октября рынку не хватило денег впервые с 2019 г. - QT свернут 1 декабря, с 12 декабря ФРС покупает векселя на \$40 млрд в месяц.

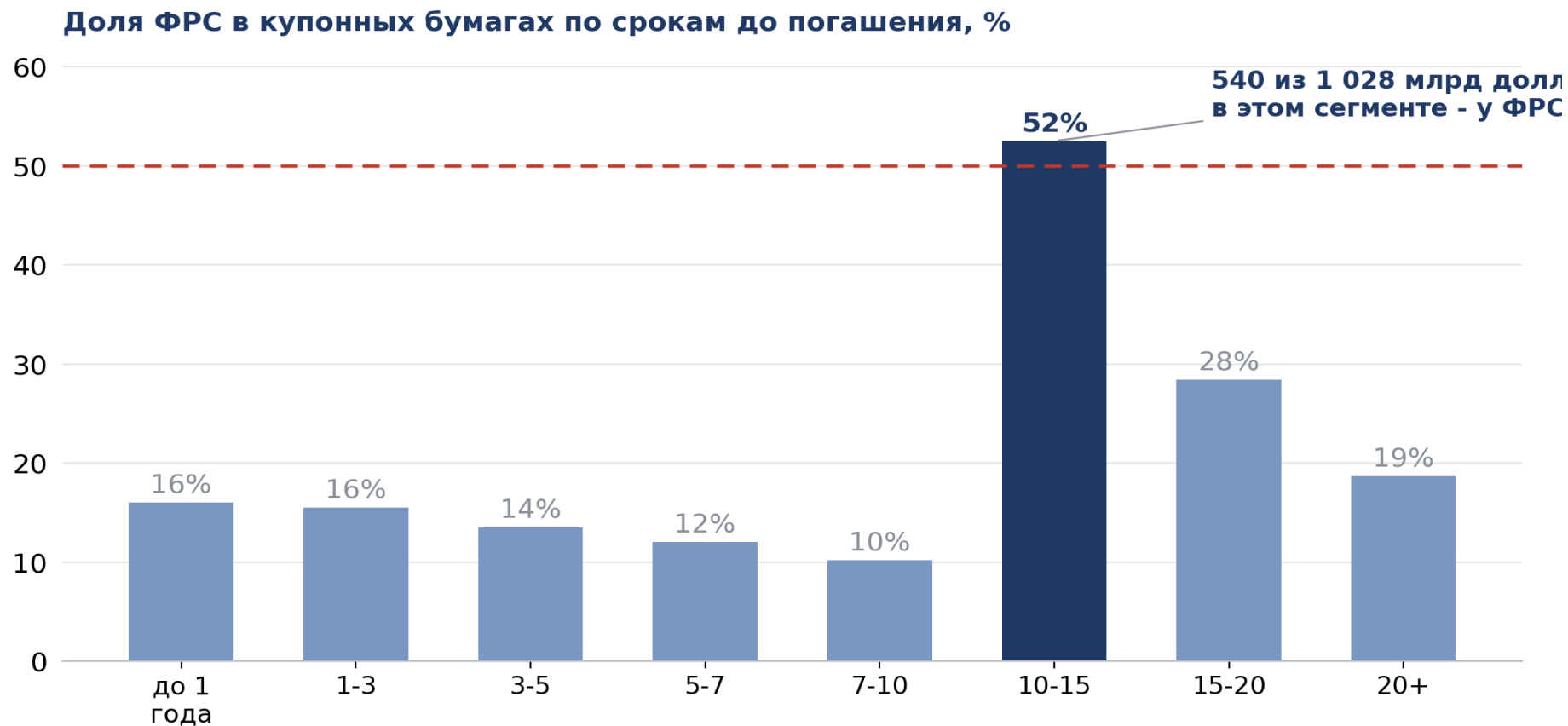
## Портфель ФРС: покупки вернулись - но только короткие



Источник: ФРС (H.4.1); FRED, еженедельные данные.

ФРС после 2022 года не покупает длинный долг. Новые покупки - векселя: это мера поддержания ликвидности (SOFR), а не спасение бюджета или контроль кривой доходностей.

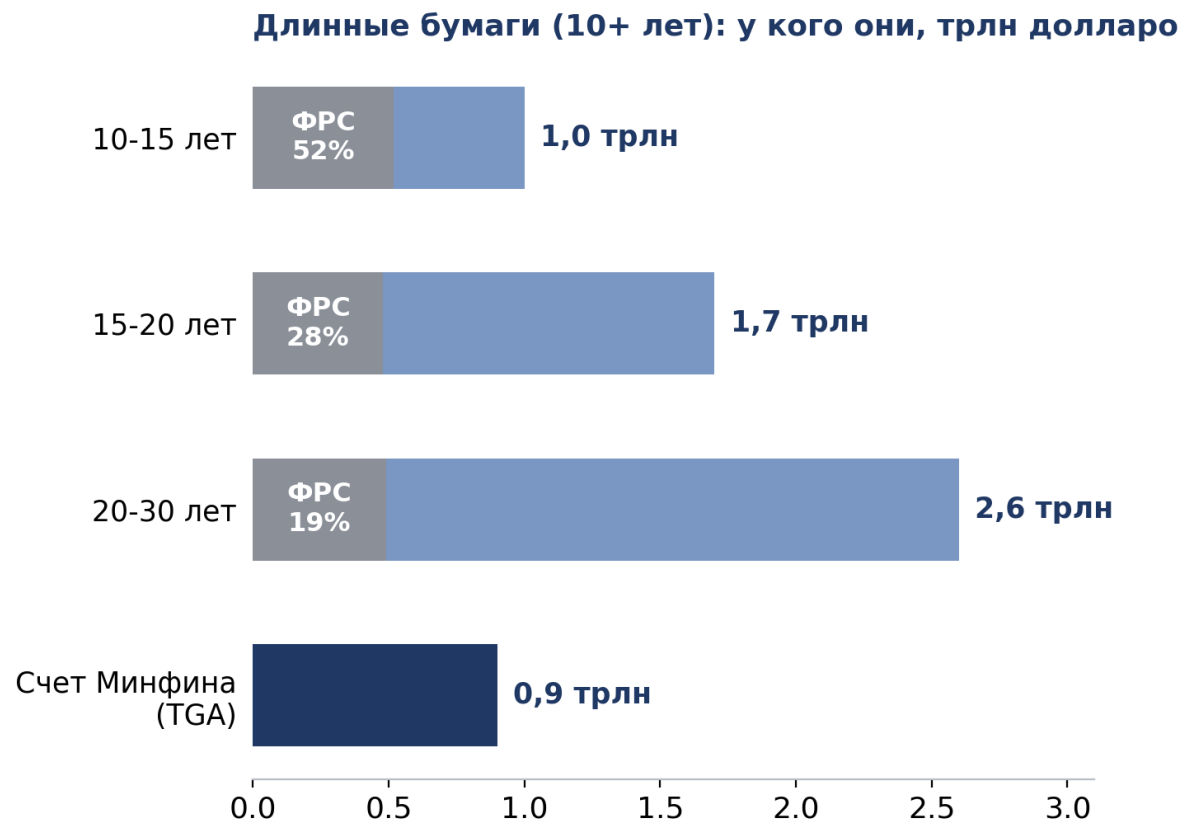
## В сегменте 10-15 лет ФРС держит большую часть объема



Источники: расчеты по данным ФРС (портфель SOMA) и Казначейства США, 2026.

Больше половины бумаг с погашением через 10-15 лет лежит в портфеле ФРС: свободного (free float) длинного долга меньше, чем кажется - отсюда и хрупкость цен.

## Механика выкупов: тихий контроль кривой



Источники: Казначейство США (MSPD, DTS); ФРБ Нью-Йорка (SOMA), август 2026.

**Выкупленная бумага исчезает из обращения:** свободный рынок длинного долга сжимается с каждой операцией.

**Оплата со счета Минфина = QE без ФРС.**

**Оплата векселями = Operation Twist.**  
Казначейство поддерживает длинный конец, ФРС - короткий.

**Вдвоем - больше четверти длинного долга.** ФРС уже владеет \$1,48 трлн из \$5,3 трлн бумаг длинее 10 лет; счет Минфина (\$0,9 трлн) сопоставим с флоутом całego сегмента.

# Аукционы: спрос есть – но уже с премией

| Показатель (до 2022 -> после)                        | 2-летние     | 10-летние          |
|------------------------------------------------------|--------------|--------------------|
| Спрос: заявок на доллар размещения (bid-to-cover)    | 2,55 -> 2,64 | 2,44 -> 2,49       |
| «Хвост» размещения: уступка в цене на аукционе       | почти 0      | стал положительным |
| Внешние и институциональные покупатели (indirect), % | 51 -> 63     | 63 -> 68           |
| Дилеры (вынужденный покупатель), %                   | 31 -> 15     | 23 -> 14           |
| ФРС (SOMA), %                                        | 10 -> 6      | 14 -> 11           |

Покупатели есть и заявки покрывают объем размещений, но длинные бумаги удастся разместить только с уступкой в цене - «хвост» стал систематически положительным.

# Оценка текущей ситуации на долговых рынках

## Факторы, исключающие открытый кризис у США

**Долг номинирован в своей валюте**

**Доллар - мировая резервная валюта.** Резервный статус создает постоянный спрос на американские бумаги со всего мира.

**Спрос сохраняется.** Аукционы не проваливаются: покупатели приходят - вопрос только в цене.

**Срок 5,8 года смягчает кризис** - удорожание растянуто во времени.

## Проявления кризиса

**Кризис реализуется через растущую цену.** Размещения проходят штатно, удастся разместить весь объем, но каждый год дороже.

**Проценты по обслуживанию долга превосходят другие обязательные статьи.** Расходы уже больше обороны; дальше - конкуренция с социальными статьями.

**Структура петли.** Долг повышает ставку, ставка - проценты, проценты - дефицит, дефицит - долг.

**Снижение ставки ФРС не спасает.** Короткие ставки снизили на 175 б.п. - длинные доходности выросли к максимумам.

Кризис суверенного долга США выглядит не как отказ платить, а как медленно и постоянно дорожающий кредит без даты погашения.

## Сентябрь 2026: казначейство и ФРС действ в разные стороны

### ФРС - Кевин Уорш

- Ставка 3,50-3,75%, четыре паузы подряд и намек на повышение до конца года
- Отказ от подсказок рынку: «инфляция - главная проблема»
- Позиция: цену длинного долга должен формировать рынок

### Минфин США - Скотт Бессент

- Выкуп длинных бумаг удвоен: с \$2 до \$6 млрд за операцию (x3), до 4 ноября – как раз к выборам
- Размещения смещены в короткие бумаги
- Рынок называет это управлением кривой доходности; Citadel - «финансовой репрессией»

Однако рынок не воспринимает данные словесные интервенции и ограниченное вмешательство Минфина США – доходности долгосрочных бумаг продолжают расти и превысили уровни «до» заявлений Бессента

*«Доходность долгосрочных облигаций - самая важная цена в мире. Это последний механизм, который способен дисциплинировать бюджет США. Искусственно подавлять ее - значит лишь повышать риски.»*

*«Убедительный бюджетный план сделал бы для длинного конца кривой больше, чем программа выкупов, увеличенная в 1000 раз»*

Стэнли Дракенмиллер - наставник Бессента - о его выкупах. WSJ, «Let the Bond Market Speak», 24 августа 2026

**Впервые с соглашения 1951 года казначейство фактически оспаривает у ФРС контроль над длинными ставками.**

# 2030 год: минимальный прогноз и три возможных решения

## Debt held by public

**100% -> ~107-110% ВВП**

рост продолжается при любой администрации

## Проценты

**\$1,2 -> ~\$1,6-1,8 трлн в год**

Дорогое рефинансирование увеличивает нагрузку на бюджет

## Дефицит

**~6% ВВП ежегодно**

носит структурный характер

Оценки на основе базового прогноза Бюджетного управления Конгресса (CBO), 2026

## Опережающий рост экономики

Было возможно после войны, когда рост обгонял ставку на 3-4 п.п. Сегодня они равны - долг увеличивается на весь дефицит. Структурное ускорение роста маловероятно – last chance – бум ИИ

**недостижимо**

## Инфляцией

Разовый инфляционный сюрприз 2021-2023 гг. уже обесценил часть долга; повторение же разрушит рынок и статус доллара.

**опасно**

## Управление кривой доходностей

Выкупы длинных бумаг, размещения в коротких облигациях, мягкая финансовая репрессия.

**Наиболее вероятно**

Вопрос ближайших лет - не «заплатят ли США», а какую часть бремени переложат на держателей долга и избирателей.

## Взгляды на рост долговой нагрузки

*«Великая держава, которая тратит на обслуживание долга больше, чем на оборону, недолго останется великой»*

Ниал Фергюсон, историк - «закон Фергюсона». США пересекли эту черту в 2024 г.

*«Вы увидите трещину в рынке облигаций. Это произойдет»*

Джейми Даймон, глава JPMorgan, май 2025

*«Федеральный долг находится на неустойчивой траектории»*

Джером Пауэлл, председатель ФРС в 2018-2026 гг., неоднократно

*Последний из наивысших рейтингов отозван: администрации и Конгресс «не смогли договориться о мерах, сокращающих постоянно большой дефицит»*

Moody's, снижение рейтинга США с наивысшей ступени, май 2025

## Публикации по экономике США Л.М. Григорьева

- **Л.М.Григорьев «Циклическое воспроизводство основного капитала (на примере обрабатывающей промышленности США)» - кандидатская диссертация = 13.12.1972.**
- «Воспроизводство основного капитала и циклы в США», «МЭиМО», 1977, №1.
- "Финансовое состояние корпораций и процесс накопления в цикле". В: «Механизм экономического цикла». Под ред. Р.М.Энтова, М. Наука, 1978.
- «Прибыль и проблемы межотраслевой миграции капитала». В «Норма прибыли и перелив капитала», под ред. Р.М.Энтова и А.А.Полетаева, М., Наука, 1987.
- **Л.М. Григорьев «Циклическое накопление капитала (на примере нефинансовых корпораций США). Под ред. Р.М.Энтова. М.: Наука, 1988. – 202 с.**
- «Финансовый кризис – 2008: вхождение в мировую рецессию». (В соавторстве с М. Салиховым), в «Вопросы экономики», №12, 2008.
- «Энергетическая безопасность США: объективная картина и национальный подход» (в соавт. с М. Беловой и А. Курдиным) В «США в поисках ответов на вызовы 21 века», М., ИМЭМО РАН, 2010.
- «США: три социально-экономические проблемы». В «Вопросы экономики», №12, 2013.
- «США: Оживление экономики на фоне долгосрочных проблем». В «Россия в Глобальной политике», №6, 2013, стр.114-129, 2013.
- **Григорьев Л.М., Григорьева Н.Л. «Экономическая динамика и электоральное поведение» - в «Феномен Трампа», гл. 3.4 – под редакцией А.В. Кузнецова, ИНИОН, 2020.**
- **Григорьев Л.М., Григорьева Н.Л. «США: экономика и социальная структура перед сменой эпох» – в «Вопросы экономики» №1, 2021**
- **СМЭ №4 – 2024 – спецномер по США**
- **Григорьев Л.М. «Д.Трамп – ломка всех догм» – «Вопросы экономики», №1, 2026**