

Государственные финансы США

- Государственные расходы бюджета США относительно низкие в сравнении с другими развитыми странами
- Федеральный бюджетный дефицит значительно сократился со времен кризиса 2008-09гг, и в ближайшие годы не превысит 3%ВВП
- Выплаты по программе социального страхования растут по мере старения населения, но не превысят 6% ВВП
- Процентные расходы возрастут по мере возвращения к обычному уровню ставок и нормализации денежной политики, до 3-4% ВВП
- Главными среднесрочными проблемами остаются рост расходов на здравоохранение, и соответствующий рост бюджетного дефицита
- Ситуация с госфинансами очень далека от критичной и еще долго не выйдет из-под контроля

Дефицит бюджета был острым вопросом в США в 2010-11гг

Важность во внутривыполитической дискуссии

В 2010-11гг вопрос большого дефицита федерального бюджета и роста государственного долга занимал центральную позицию политической и экономической дискуссии в США. В основном это было обусловлено позицией республиканцев. С одной стороны, правила политического соперничества заставляли их противиться всем начинаниям администрации Обамы, включая и пакет стимулирующих мер, который был принят в 2010г. С другой стороны, республиканцы всеми силами стремились использовать любую возможность для сокращения бюджетных расходов, чтобы снизить налоги. Дискуссия приняла экстремальные формы и вылилась в риск замораживания потолка долга в августе 2011г, угрозу остановки правительства, и даже в какой-то момент угрозу технического дефолта по обязательствам.

...но с тех пор актуальность снизилась

Но с тех пор вопрос дефицита бюджета потерял былую остроту, в первую очередь, из-за его значительного снижения по мере оздоровления экономики после кризиса. В последних социологических опросах проблема дефицита бюджета не фигурирует в числе важных для избирателей. С отрывом лидирует обеспокоенность состоянием экономики и созданием рабочих мест, а затем идут состояние системы здравоохранения, иммиграционная и внешняя политика, терроризм. Высокий

дефицит государственного бюджета называют самой важной проблемой США около 5-8% опрошиваемых, и эта доля имеет явную тенденцию к снижению. К примеру, еще в начале 2013г высокий дефицит называл самой важной проблемой каждый 4й избиратель.

Дефицит фед. бюджета – хроническая проблема США

Но, признавая существенное улучшение ситуации с государственными финансами, мы не можем игнорировать тот факт, что проблема носит хронический характер. С 1975г профицит бюджета США наблюдался только в 1998-2001гг – во время президентского срока Клинтона. В то же время замедление роста и не всегда справедливое перераспределение роста доходов от глобализации привели к тому, что впервые в послевоенной истории нынешнее поколение американцев живет хуже, чем предыдущее. Средние реальные доходы росли в последние 15 лет (+19% за период), но реальные медианные доходы снижались (-8,5%). Это усиливает спрос на расширение социальных программ государства у низкодоходных групп населения, и создает давление на дефицит бюджета.

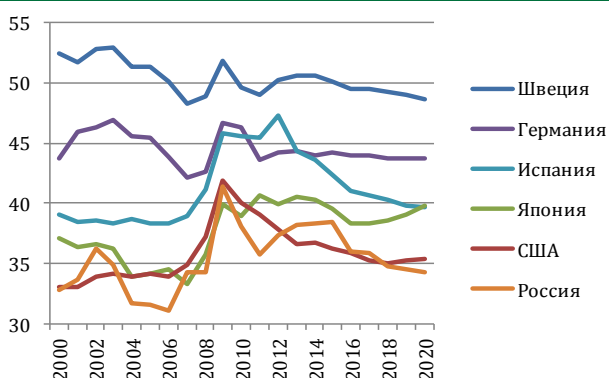
Какими видятся среднесрочные перспективы бюджетной политики? Мы не ожидаем быстрых улучшений, но, вероятно, риски продолжают снижаться. Несмотря на накопленные проблемы, нет оснований ожидать резкого ухудшения, дестабилизации государственных финансов или нового витка экономического кризиса, связанного с этой проблемой.

Сравнение с другими странами

Расходы бюджета – меньше, чем в других развитых странах

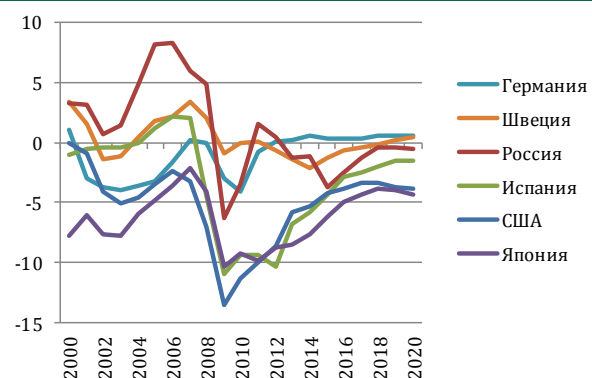
Если сравнить уровень государственных расходов как процент ВВП среди развитых стран, то США традиционно находятся на нижней границе, то есть отличаются низким присутствием государства в экономике. Расходы консолидированного бюджета по отношению к ВВП в 2014г составили 37%ВВП, из них на федеральный бюджет пришлось 21пп. Это сравнимо с расходами,

Расходы консолидированного бюджета, прогнозы МВФ с 2015г, %ВВП



Источник: МВФ

Дефицит консолидированного бюджета, прогнозы МВФ с 2015г, % ВВП



Источник: МВФ

например, российского бюджета (38% ВВП у консолидированного и 21% ВВП у федерального). Расходы бюджетов всех уровней в странах Европы существенно выше, от 40% до 50% ВВП. Во время кризиса 2008-09гг госрасходы в большинстве стран заметно выросли, и сейчас наблюдается возвращение к естественным уровням.

Дефицит федерального бюджета и госдолг

Дефициты резко выросли из-за кризиса

Основа государственного бюджета США – федеральный бюджет, который активно поддерживает субсидиями бюджеты штатов. В 2009-12гг дефициты федерального бюджета как процент ВВП достигли максимумов с 1946г. Это было обусловлено глубиной экономического кризиса 2008г. Тогда одновременно сократились доходы бюджета из-за сокращения налогооблагаемой базы и выросли расходы, как за счет социальных выплат, так и за счет дополнительных расходов на стимулирование экономической активности. В результате в 2009-11гг дефицит превысил 8% ВВП, а федеральный долг взлетел до 74% ВВП. Но сейчас ситуация нормализовалась.

... но сейчас сократились до исторического среднего

Постепенное восстановление экономики (а значит и налоговых поступлений) после спада 2007-09гг, ослабление бюджетных последствий антикризисной политики, изменения законодательства и повышение налогов обусловили сокращение федерального дефицита в последние годы. В 2014г дефицит бюджета сократился до ~3% ВВП против пика почти в 10% ВВП в 2009г.

Наиболее часто цитируемые прогнозы по показателям государственных финансов США традиционно делает Бюджетное управление Конгресса США (Congress Budget Office, CBO). Основной функцией этого органа является оценка законодательства на

Федеральный государственный долг (чистый), %ВВП



Источник: CBO

предмет бюджетных эффектов, и прогнозирование состояния государственных финансов на средне- и долгосрочную перспективу. Мы воспользуемся их оценками.

Госдолг немного снизится в ближайшие годы, но затем рост возобновится

По мере нормализации денежной политики и роста ставок, процентные платежи вырастут соответственно, и ожидаемо превысят исторически характерные объемы процентных расходов (% ВВП), возможно, за исключением краткого периода вокруг второй мировой войны. По прогнозам СВО, при сохранении текущего законодательства федеральный долг будет плавно снижаться по отношению к ВВП в течение следующих нескольких лет. Однако потом возросшие бюджетные дефициты развернут динамику долга, и он снова начнет накапливаться. Через двадцать пять лет, к 2040г, федеральный долг при условии неизменной бюджетной политики превысит 100% ВВП. Рост долга не может продолжаться вечно, но долгосрочная перспектива не так сильно волнует современных политиков, как горизонт ближайших 10 лет.

Дефицит будет сокращаться до 2020г, а затем снова вырастет

В основе базовых 10-летних бюджетных прогнозов СВО лежит предположение, что нынешние законы, регулирующие налоги и расходы, не претерпят существенных изменений. В этом случае дальнейшее выздоровление экономики будет сдерживать расширение дефицита между 2,5% и 3% ВВП в 2015-18гг. Однако в последующие годы (2020+) рост дефицита возобновится. Старение населения, рост расходов на здравоохранение, и расширение федеральных субсидий на медицинское страхование вызовет рост тотальный расходов на здравоохранение. На здравоохранение придется направлять как большую долю ВВП, так и большую долю расходов бюджета в принципе. Второй источник расширения дефицита бюджета – рост процентных расходов. Процентные ставки по займам возрастут в ближайшие годы от текущих необычно низких уровней, что повлечет повышение процентных платежей до 4% ВВП к концу 10-летнего

Дефицит федерального бюджета, %ВВП



Источник: СВО, расчеты ЦМИ Сбербанк

периода. Расчеты СВО показывают, что в ближайшие годы размер дефицита можно будет легко контролировать, и он останется около текущих уровней (~3%), а чистый федеральный долг продолжит оставаться в интервале 72%-74% ВВП в 2015-20гг. Но затем можно ожидать ползущего роста госдолга до 78% ВВП к концу 2024г.

Отдельные расходные статьи

Здравоохранение, социалка и оборона – основные расходные статьи

Основными расходными статьями бюджета являются расходы на здравоохранение, социальное страхование, оборону и, конечно, процентные расходы, на которые суммарно приходится 92% расходной части бюджета. На процентные расходы сейчас приходится 6,1% от бюджетных расходов, или 1,3% ВВП. Как описывалось выше, грядущее повышение ставок приведет к росту этой категории расходов в 2015-18гг.

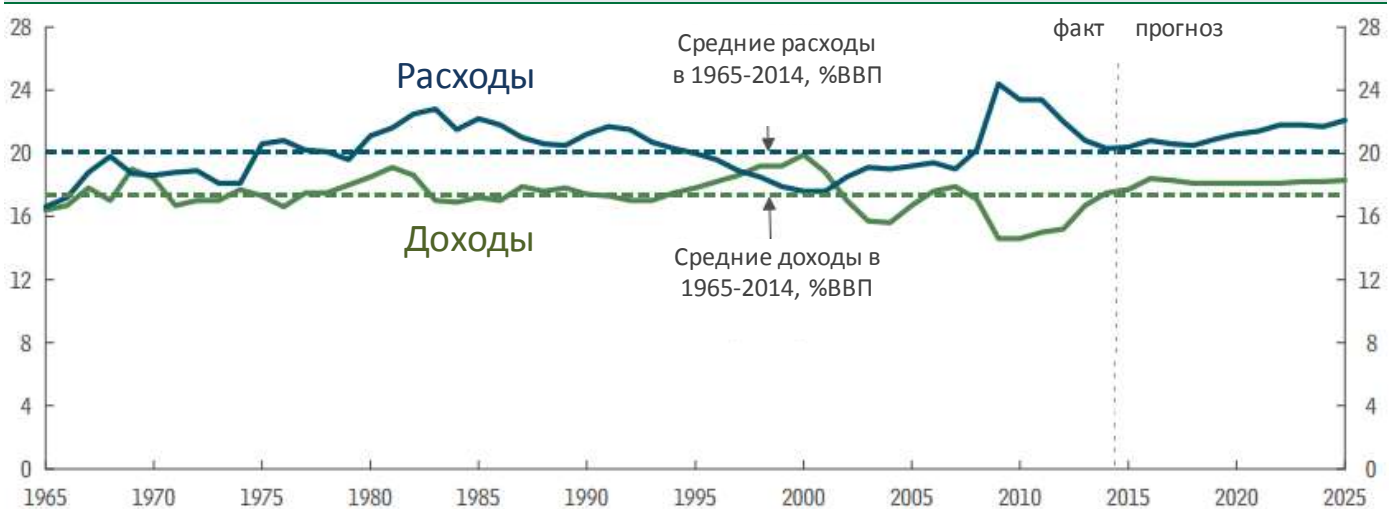
Здравоохранение

Расходы на здравоохранение – главный драйвер долгосрочного дефицита

Хотя расходы на здравоохранение в США замедлили рост в последние годы, высокие и растущие объемы таких расходов по-прежнему представляют собой проблему не только для федерального правительства, но и для государственных и местных органов власти, предприятий и домохозяйств. Суммарные национальные расходы на услуги здравоохранения увеличились с 4,6% ВВП в 1960г до 9,5% ВВП в 1985г и до 16,2% ВВП в 2012г (это последний год, за который имеются агрегированные данные).

Тенденции опережающего роста расходов на здравоохранение наблюдаются в течение последних нескольких десятилетий. СВО сделал оценки, что рост расходов на здравоохранение на человека опережал потенциальный темп роста экономики на душу

Динамика доходов и расходов федерального бюджета, %ВВП



Источник: СВО

населения в среднем на 1,4% в год в период 1985-2012гг. (после корректировки на демографические изменения). Основными факторами увеличения расходов стало широкое использование новых медицинских технологий и рост личных доходов. При этом снизилась доля расходов на здравоохранение, оплачиваемых потребителями из своего кармана. Конечно, существовали и факторы, которые ограничивали рост расходов на здравоохранение, хоть он и оставался высоким. Например, в 1990-х широкое распространение получили управляемые пенсионные планы, снявшие часть бремени расходов на здравоохранение. Рецессия 2007-09гг также ограничила аппетиты по наращиванию расходов, да и реформа здравоохранения 2010г позволила сдержать рост.

Резервы сокращения расходов на медицину еще есть

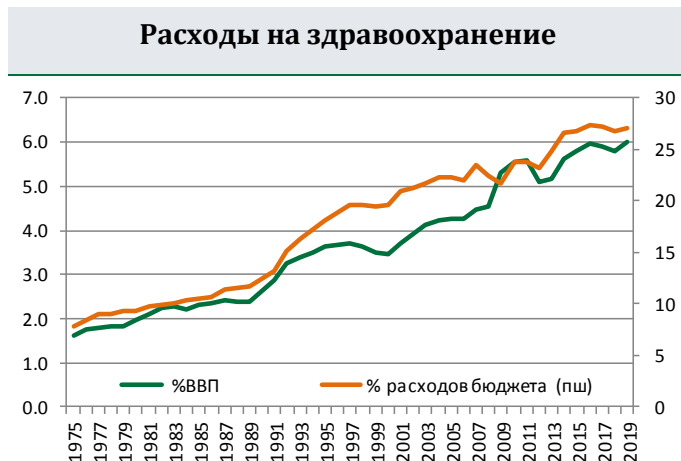
Стоит отметить, что резервы контроля расходов на здравоохранение остаются значительными. Система здравоохранения США в 1,5-2 раза менее эффективна, чем в большинстве стран ОЭСР, предоставляя сопоставимое качество услуг при двукратно превышающей стоимости. Вот ее-то и нужно постараться снизить.

Социальное страхование

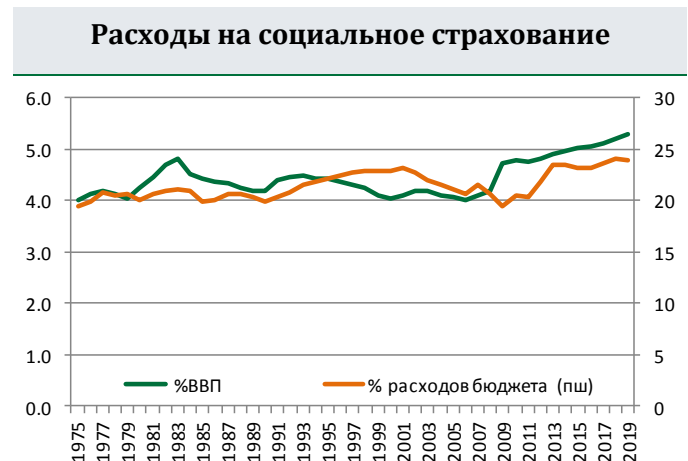
Социалка – главная расходная статья

Федеральное правительство тратит на социальное страхование больше, чем на любую другую программу. Созданная в 1935г, программа состоит из двух частей: страхование по старости или потере кормильца и страхование по инвалидности. В настоящее время пособия по этой программе получают более 58 млн человек (~18% населения). Расходы на эту программу составили около \$845 млрд, или почти четверть всех расходов федерального бюджета, в 2014г.

В первые четыре десятилетия после введения программы расходы на нее росли, достигнув 4% ВВП в 1970х. Этот рост был вызван в основном законодательными расширениями программы на



Источник: СВО, расчеты ЦМИ Сбербанк



Источник: СВО, расчеты ЦМИ Сбербанк

Социальные расходы растут медленно, не превысят 5,5% ВВП

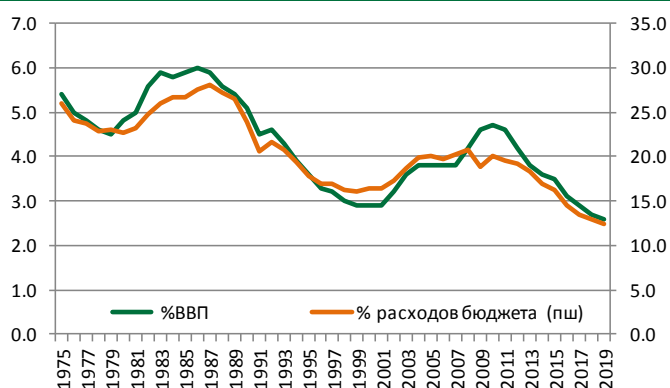
большой охват случаев. После принятия последнего такого расширения программы расходы выросли до 4,8% ВВП в 1983г. В период 1984-2007г расходы на социальное страхование колебались между 4,0 и 4,5% ВВП. Во время кризиса 2008-09гг ВВП сократился, а расходы на социальное обеспечение увеличивались более быстрыми темпами, чем могло бы быть при стабильном экономическом росте. Количество получателей росло из-за ухудшения ситуации на рынке труда. В результате расходы по программе социального страхования увеличились с 4,1% ВВП в 2007г до 4,7% ВВП в 2009г. По оценкам СВО, расходы на социальное обеспечение достигнут 4,9% ВВП в 2014г. В дальнейшем, при неизменном действующем законодательстве, расходы продолжают постепенно расти из-за старения населения, добравшись до 6,3% ВВП в 2039г, и останутся близко к этому уровню в дальнейшем. К счастью, пока программа социального страхования по возрасту/здоровью по факту бездефицитна, поступления налогов с фонда заработной платы составили 5,9% ВВП в 2014г при расходах меньше 5,0% ВВП.

Национальная оборона

Военные расходы в пропорции к ВВП сопоставимы с российскими

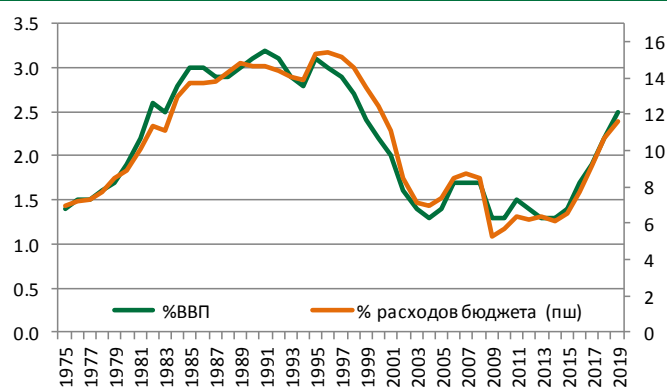
Расходы на национальную оборону снижались в последние 5 лет. В 2014г США тратили на нее 17% от бюджетных расходов федерального бюджета, или 3,6%ВВП. В абсолютных терминах расходы на оборону впечатляют, составив \$610 млрд в 2014г – это больше, чем соответствующие расходы Китая, России, Индии, Франции, Великобритании, Германии и Саудовской Аравии вместе взятые. Но по отношению к ВВП военные расходы США выглядят сопоставимыми с расходами России, которая направила на финансирование этой статьи 3,5%ВВП в 2014г. К тому же США планируют снизить военные расходы в ближайшие годы (до 2,5% ВВП в 2019г), а Россия, видимо, продолжит их наращивать. К примеру, в 2015г запланированные российские расходы на национальную оборону составят 3,1 трлн рублей, или 4,2%ВВП.

Национальная оборона



Источник: СВО, расчеты ЦМИ Сбербанк

Процентные платежи по долгу



Источник: СВО, расчеты ЦМИ Сбербанк

Доходы федерального бюджета

Налоговые поступления восстанавливаются после кризиса

Подходный налог, налог на прибыль корпораций и социальный налог – основа налоговых поступлений в федеральный бюджет. На эти налоги приходится ~80-85% налоговых доходов. Доходы федерального бюджета находятся в процессе восстановления после резкого падения (до 14%ВВП), обусловленного кризисом 2008-09гг. СВО прогнозирует повышение доходов до 18+%ВВП в 2015г, что выше исторического среднего в 17,4% ВВП. Кроме восстановления налогооблагаемой базы росту доходов также помогает окончание срока действия некоторых налоговых льгот и повышение подходного налога в рамках реформы здравоохранения.

Подходный налог

Подходный налог – 45% доходов бюджета

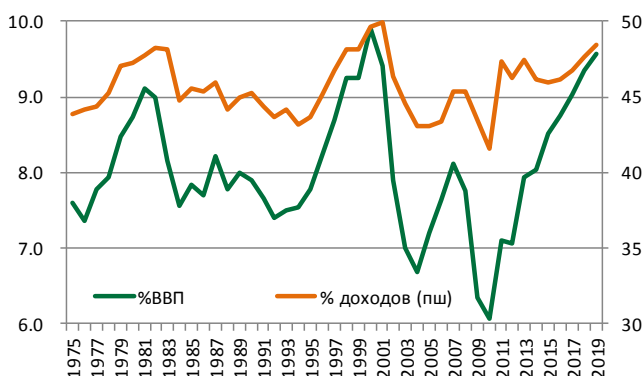
Основа доходов федерального бюджета – подходный налог, на него приходится примерно 45% налоговых доходов. Но поступления от налога значительно снизились в последние 15 лет по сравнению с историческим средним значением. Сначала этому снижению способствовали налоговые льготы, введенные президентом Бушем (падение поступлений с 10% до 7% ВВП), а затем наступили тяжелые времена кризиса 2008-09гг (падение поступлений с 8% до 6%ВВП). Сейчас сборы подходного налога восстанавливаются и, по расчетам СВО, в ближайшие 5 лет снова приблизятся к историческим максимумам.

Налог на прибыль корпораций

Налог на прибыль менее важен, чем подходный

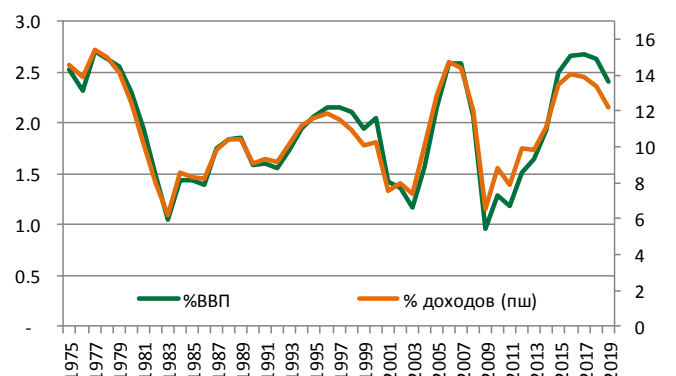
Налог на прибыль корпораций играет для наполнения доходной части существенно меньшую роль, чем подходный налог, обеспечивая сборы в 1-2,5%ВВП (~10% поступлений). И здесь экономический цикл серьезно повлиял на поступления, упавшие в кризис и постепенно восстанавливающиеся сейчас. В перспективе следующих 5 лет сборы снова начнут снижаться из-за сокращения

Подходный налог



Источник: СВО, расчеты ЦМИ Сбербанк

Налог на прибыль корпораций



Источник: СВО, расчеты ЦМИ Сбербанк

прибылей корпоративного сектора по мере роста рыночных ставок.

Социальный налог

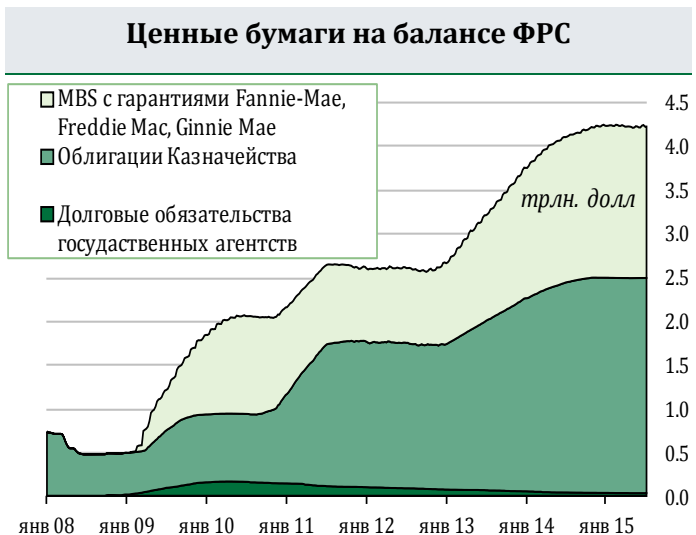
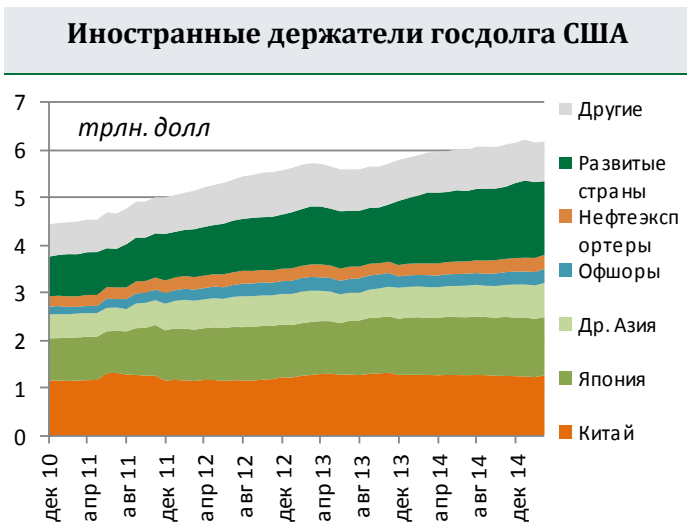
Социальные налоги отделены от остальной доходной части

Третий столп доходной части федерального бюджета - социальный налог с фонда заработной платы, который обеспечивает сборы в размере 5-6% ВВП и составляет 32-40% доходной части бюджета. Эти сборы рассматриваются как отдельная доходная статья и вместе с расходной частью составляют бюджет системы социального страхования, о которой мы упоминали выше.

Финансирование бюджета: кто покупает долг США?

Госбумаги США всегда в цене среди инвесторов

Облигации Казначейства США давно являются эталоном так называемых безрисковых вложений на мировых финансовых рынках, и глобальный кризис не поколебал эту позицию, а даже упрочил ее. Весь долг номинирован в долларах США, то есть в национальной валюте, с собственным эмиссионным центром. Если предположить, что держатели долга США захотят от него избавиться, то произойдет следующее: (1) будут напечатаны доллары для платежей по долгу; (2) доллар обесценится, конкурентоспособность вырастет, экспорт увеличится, (3) экономический рост ускорится, и долговые инструменты страны снова станут очень привлекательными. Поэтому спрос на долговые обязательства США растет в периоды глобальных кризисов, так как инвесторы ищут «безопасные гавани» для своих вложений. Суммарный государственный долг, обращающийся на рынках, в 2014г составлял \$12,8 трлн. Долговые обязательства федерального правительства, несмотря на сравнительно низкие ставки и закончившийся кризис, по-прежнему популярны у иностранных инвесторов, которые по данным на март 2015г держали облигаций Казначейства США на \$6,2 трлн. Половина



Источник: NASBO

Источник: ФРС

этого объема приходится на инвесторов из Азии, в первую очередь Китая и Японии (\$1,3 и \$1,2 трлн соответственно).

Рост ставок ФРС повысит привлекательность госбумаг США

Еще \$2,5 трлн облигаций Казначейства накоплено на балансе ФРС (то есть выведено из обращения на рынке) в результате действия программ количественного смягчения. Рост ставок ФРС сделает новые выпуски долговых инструментов США дешевле, то есть привлекательность этих инструментов для инвесторов даже повысится.

Бюджеты штатов

Треть расходов штатов покрываются из фед. бюджета

По оценкам, суммарные расходы бюджетов штатов составили \$1,8 трлн (10,3% ВВП) в 2014г, а трансферты из федерального бюджета покрыли \$544 млрд (3,1% ВВП) этих расходов. То есть, трансферты бюджетам штатов составляют 12-13% расходов федерального бюджета США. Федеральный бюджет – основа всей системы государственных финансов не только в России!

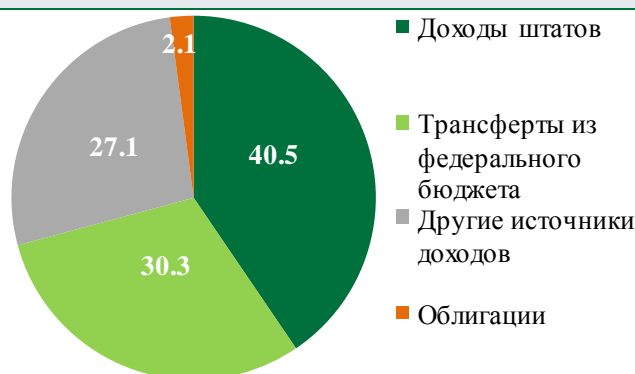
Трансферты носят целевой характер

Трансферты из федерального бюджета в бюджеты штатов в подавляющем большинстве являются целевыми. Например, собственные расходы на здравоохранение штатов достигают 19,1% их бюджетов. Но они значительно субсидируются из федерального бюджета, что поднимает фактическую долю расходов на здравоохранение до 25,8%. Помимо образования и здравоохранения, значительной статьёй бюджетов штатов являются расходы для поддержания транспортной инфраструктуры, которые также почти целиком субсидируются из федерального бюджета. Если бюджетов штатов выделяют на транспортную инфраструктуру лишь 1%, то итоговые расходы (с учетом трансфертов) говорят о куда большей доле – 7,7%.

Высокая неоднородность финансового положения штатов

Бюджеты штатов – вторая значительная часть государственного бюджета. Как легко предположить, различия в финансовом состоянии бюджетов разных штатов велики. Наибольшие

Источники покрытия расходов в 2014г



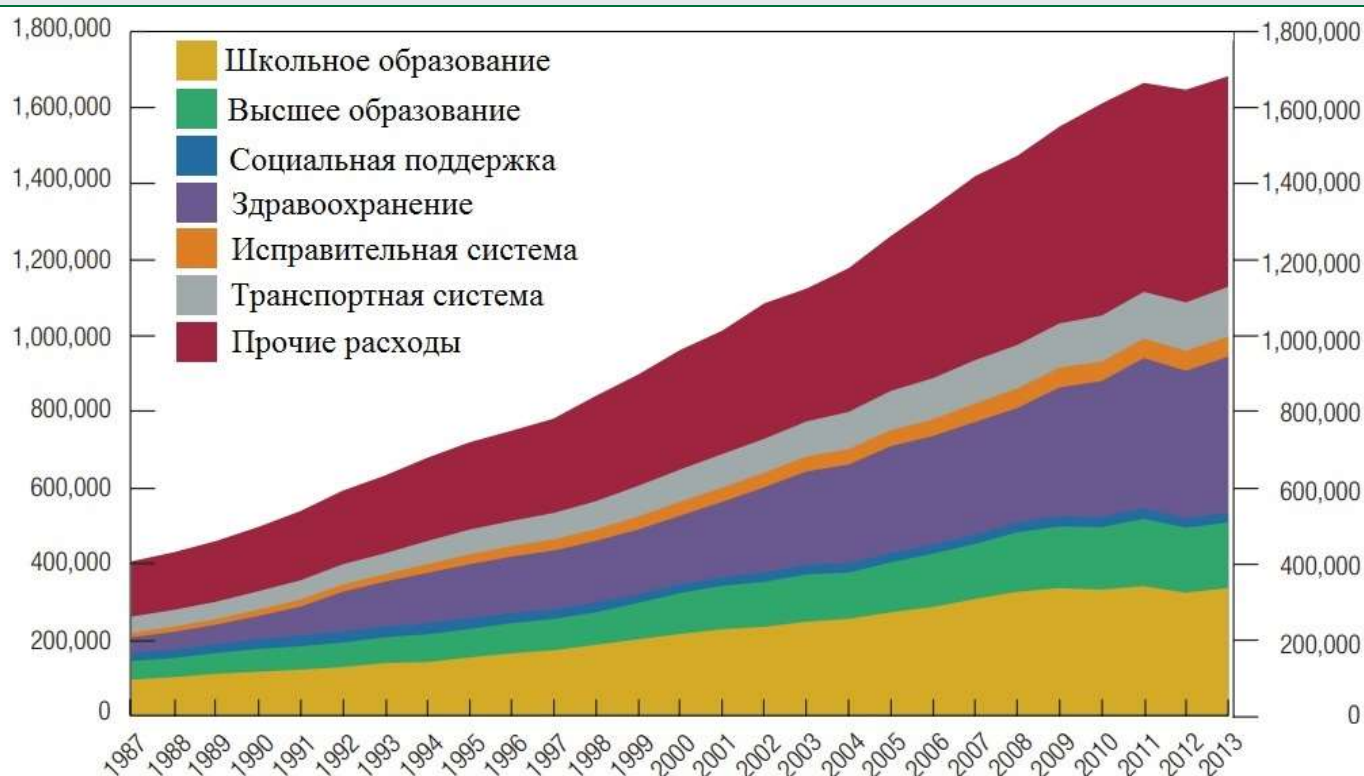
Источник: СВО, расчеты ЦМИ Сбербанк

дефициты имеют штаты Аляска (31,9% от расходов), Северная Дакота (20,1%) и Монтана (8,3%), а наибольшие профициты бюджетов – Иллинойс (12,3% от расходов), Небраска (8,3%) и Колорадо (8,1%).

На агрегированном уровне явных дисбалансов нет

Если посмотреть на агрегированные бюджеты штатов (без учета трансфертов из федерального бюджета), то ситуация совершенно благополучная. В 2013г суммарный профицит бюджетов составил \$22 млрд, который сменился небольшим дефицитом в \$2,5 млрд уже в 2014г. Заложенный дефицит на 2015г составляет \$3,4 млрд. В целом, восстановление экономики США привело к росту доходной части бюджетов штатов, просто их расходы растут быстрее. В частности, многие расходы, которые были урезаны в трудные времена кризиса и рецессии, снова увеличиваются. Например, расходы на школьное и высшее образование. Это самые значительные расходы бюджетов штатов без учета трансфертов из федерального бюджета, на долю которых приходится 35% всех расходов. Но наблюдаемые пока темпы роста и расходной, и доходной части бюджетов достаточно умеренные, и до серьезных дисбалансов еще далеко.

Структура расходов бюджетов штатов, млн долларов



Источник: NASBO, расчеты ЦМИ Сбербанк

Заключение: бюджет хромает, но устойчив

Проблема хронического дефицита есть, но в ближайшее время не грозит устойчивости

Проблема хронического дефицита федерального бюджета наблюдается в государственных финансах США с середины 1970х годов. Однако острота этой проблемы, резко усилившаяся в кризис 2008-09гг, сейчас значительно снизилась по мере восстановления экономики и роста доходной части бюджета. В ближайшие 5 лет дефицит бюджета не превысит 3%ВВП, государственный долг будет оставаться стабильным как доля ВВП, и стабильности государственных финансов США ничего не угрожает. Большинство инвесторов, анализируя бюджетные риски и проблему долга, и не рассматривает более длинные горизонты времени. Тем не менее, в среднесрочной перспективе дефицит будет снова увеличиваться из-за старения населения и роста расходов на здравоохранение, и рост госдолга возобновится. Насколько долго может расти долг, не вызывая финансовой дестабилизации, неизвестно. Но в ближайшие 20-25 лет при сохранении текущей бюджетной политики существенного обострения проблемы с государственными финансами не ожидается.

Обзор подготовили

Юлия Цепляева

Директор ЦМИ

YVTseplyaeva@sberbank.ru

Константин Козлов

KKKozlov@sberbank.ru

Василий Носов

VDNosov@sberbank.ru

По всем возникающим вопросам можно обратиться по телефону ЦМИ (495) 747-38-79 или по электронной почте ответственным за разделы обзора.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе. Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски. Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.