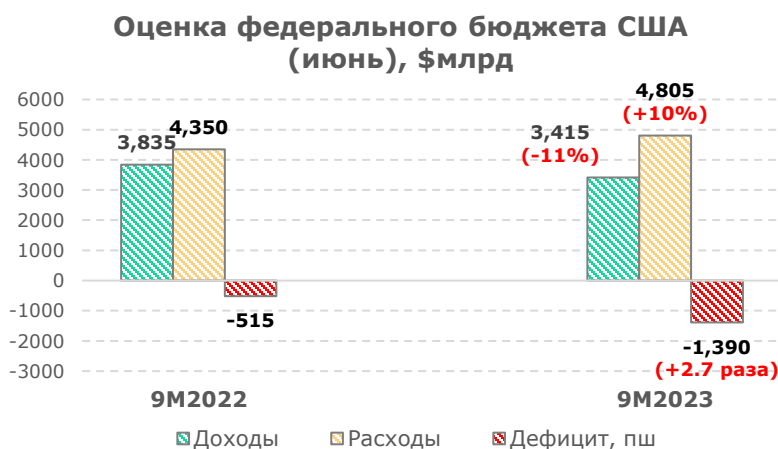


07 августа 2023 г.

2 августа 2023 г. рейтинговое агентство Fitch Ratings понизило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента США в иностранной валюте (Long-Term Foreign-Currency Issuer Default Rating -IDR) с AAA до AA+, изменив прогноз с негативного на стабильный. Потолок странового рейтинга при этом сохранился на уровне AAA. Понижение рейтинга США агентство обосновывает «ожидаемым ухудшением финансового положения в ближайшие 3 года, высокой и растущей долговой нагрузкой правительства США и ослаблением государственного управления относительно сопоставимых стран с рейтингом AA и AAA». Также рейтинговое агентство негативно отмечает последнее повышение потолка государственного долга, которое сопровождалось «спорами» и «принятием решений в последнюю минуту». Кроме того, агентство также представило свой прогноз по росту экономики США, согласно которому на фоне ужесточения денежно-кредитной политики ФРС она «сползет» в умеренную рецессию в 4кв2023 г. и 1кв2024 г.

### Наше мнение

Действительно дела с федеральным бюджетом США в этом году обстоят не так хорошо, как в прошлом. Так, согласно предварительной оценке по исполнению бюджета за 9 месяцев фискального 2023 г. (октябрь-июнь)<sup>1</sup>,



Источник: CBO US

дефицит федерального бюджета углубился в 2.7 раза, при этом поступления в доходную часть бюджета сложились на 11% ниже доходов за аналогичный период прошлого года, в то время как расходная часть бюджета сложилась на 10% выше.

В доходной части бюджета наблюдается сокращение налоговых поступлений по ИПН на 21% г/г, при этом поступления по КПН сохранились на уровне прошлого года. Налоги на заработную плату (социальное страхование) выросли на 10% г/г на фоне существенного сокращения прочих поступлений в бюджет (-37% г/г).

В расходной части федерального бюджета наблюдается существенный **рост расходов по процентным платежам по**

**государственному долгу на 37% г/г (до \$505 млрд)** и по расходам по линии Министерства Обороны на 8%. Выросли расходы по выплате пособий по социальному обеспечению на 11% и по программе медицинского страхования (Medicare) на 17% г/г.

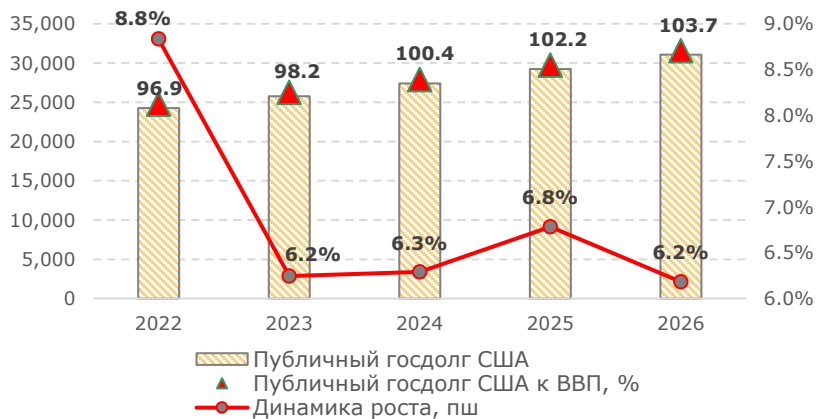
Исходя из динамики налоговых поступлений и расходов федерального бюджета за 9 месяцев фискального 2023 г., оценка Управления будет пересмотрена в сторону ухудшения в ближайшее время. При этом серьезных угроз в части стабильности конструкции федерального бюджета США пока нет. Дефицит бюджета страны после углубления до \$3,142 млрд в 2020 г. сократился до \$1,358 млрд в 2022 г.

Наблюдаемая динамика расходов бюджета оказывает стимулирующее влияние на экономику страны. В тоже самое время ФРС США, наоборот, в борьбе с инфляцией пытается «охладить» экономику, повышая процентную ставку и проводя количественное ужесточение. В результате таких несогласованных действий растут обязательства по обслуживанию госдолга США. Мы видим «ослабление государственного управления» в **несогласованности фискальной и денежно-кредитной политики денежных властей.**

<sup>1</sup> Управление Конгресса США по бюджету <https://www.cbo.gov/publication/59255>

За 2023 г. фискальный год Управление Конгресса США по бюджету (СВО) оценивает рост дефицита федерального бюджета (майская оценка) на 12% до \$1,539 млрд. При этом, согласно основной оценке ведомства, доходы бюджета сократятся на 1.7% г/г, а расходы вырастут на 1.3% г/г по результатам 2023 г. Ведомство оценивает динамику роста государственного долга в публичном обращении (без учета федерального внутриведомственного долга) на 6.2% г/г до \$25,767 млрд или 98.2% от ВВП страны.

### Прогнозная оценка госдолга, \$млрд



Источник: СВО US

Что же касается споров и принятия решения в последнюю минуту по потолку государственного долга, то у этой «бесконечного шоу» достаточно длинная история, которая всегда закачивалась «хаппи эндом» и дефолта, особенно по внешним обязательствам никогда не случалось. Само понятие потолка долга было введено в 1917 г.<sup>2</sup> в форме так называемого Second Liberty Bond Act. Позднее в 1940 г. размер государственного долга США был определен на уровне в \$49 млрд и за 81 год увеличился до \$31.4 трлн (общий государственный долг на 1 января 2023 г.). Департамент Казначейства США (Минфин США) заявляет, что с 1960 г. Конгресс принимал 78 раз<sup>3</sup> решение по

расширению лимитов государственного долга, причем 49 раз это делали президенты от республиканской партии и 29 от демократической. Повышение лимита государственного долга происходило всегда на фоне сохранения дефицита федерального бюджета с 1960 -х годов. Профицит был зарегистрирован с 1962 г. 4 раза в период с 1998-2001 гг. Рост дефицита в 2023 г. фискальном году на 12% и в последующие на 2.0% и 12.1% будет сопровождаться, согласно прогнозу Управления Конгресса США по бюджету, ростом государственного долга в диапазоне 4-5% в год. Так, функционировала система государственных финансов США более 100 лет, так она и будет функционировать и далее.

*Мы считаем, что текущий размер государственного долга в публичном обращении является относительно небольшим, т.к. существуют страны, отношение госдолга к ВВП которых намного выше. В этой части важно понимать, что значение имеет не сам размер государственного долга, а способность его обслуживать. США, будучи одновременно и **эмиссионным центром и эмитентом долга**, может обслуживать свои обязательства до тех пор, пока к ним **будет сохраняться интерес и доверие со стороны инвесторов**.*

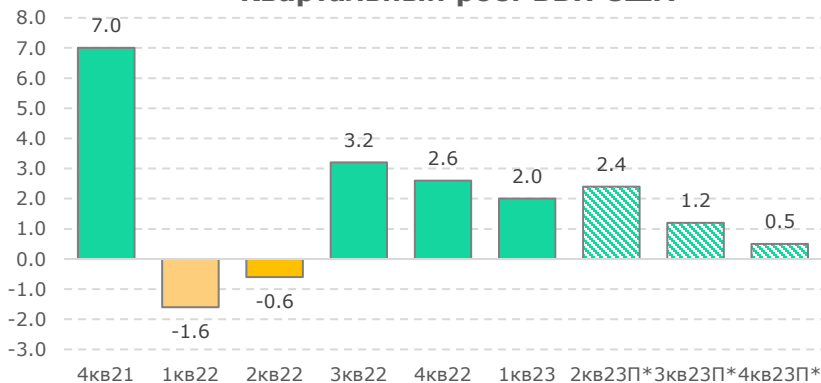
Мы не разделяем мнение агентства Fitch Ratings, что экономика США в 4кв2023 г. и в 1кв2024 г. «сползет» в умеренную рецессию. Несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики ФРС США с марта прошлого года с 0.25% до 5.50%, экономика демонстрирует довольно уверенный рост на уровне 2.0% и 2.4% в 1 и 2 кварталах 2023 г. при среднем квартальном росте ВВП с 2012-2019 гг. на уровне 2.3%.

Причем несмотря на то, что налоги федерального бюджета по ИПН сокращаются, расходы на личное потребление в структуре ВВП растут так же, как и растут валовые частные инвестиции и расходы бюджета. Такая динамика, расходов со стороны совокупного спроса указывает на то, что экономика США похоже испытывает на себе отложенный стимулирующий эффект правительства во время пандемии. Общеизвестно, что пособия бизнесу и частным лицам, пострадавшим от коронавируса (Coronavirus Relief) выдавались с существенными нарушениями, если не сказать бесконтрольно. Вполне вероятно, что именно эти средства и обеспечивают такие высокие темпы роста американской экономики со стороны потребления.

<sup>2</sup> <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/RL/RL31967>

<sup>3</sup> <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-markets-financial-institutions-and-fiscal-service/debt-limit>

### Квартальный рост ВВП США



Источник: ВЕА, \* первая оценка или прогнозные данные

Принимая во внимание текущую макроэкономику, вероятность сползания экономики США в рецессию нам кажется маловероятной в этом году. С учетом того, что в следующем году состоятся выборы, мы думаем, что сегодняшний владелец Овального кабинета постарается сделать все от него зависящее (в том числе и через федеральный бюджет), чтобы рецессия в США если и случилась, то после его переизбрания в ноябре 2024 г. История с Джимми Картером, когда в США случилась рецессия и он проиграл президентские выборы Рональду Рейгану в 1981 г., Джо Байдену явно не нужна.

Мы не исключаем, что экономика США может войти в зону слабopоложительных значений роста в 2023-2024 гг. на фоне сохранения относительно жестких денежно-кредитных условий в стране, но умеренную рецессию, исходя из текущей сильной макроэкономики, мы не прогнозируем.

Мы не рассматриваем снижение рейтинга США как «черного лебедя» для фондового рынка. Напомним, что это не первое понижение рейтинга США, т.к. 5 августа 2011 г. рейтинговое агентство S&P понизило рейтинг США с AAA до AA+. Снижение рейтинга 12 лет назад также последовало после повышения потолка государственного долга, жаростных политических дебатов в Конгрессе США и принятия решения по нему в последний момент. 8 августа 2011 г. по результатам торгов после выходных индекс S&P 500 потерял почти 7%, а тот день вошел в историю как «черный понедельник». По результатам августа 2011 г. индекс потерял 5.7% и еще 7.2% в сентябре. При этом, как это ни странно, спрос на ГЦБ США увеличился в рамках бегства-в-качество (flight-to-quality), что привело к снижению доходностей и росту их стоимости.

Текущее понижение рейтинга не привело к значительной коррекции на фондовом рынке как в 2011 г. Бегства-в-качество на этот раз также не произошло, поэтому мы не ожидаем глобальной и значительной переоценки риск премий и стоимости активов.

Мы сохраняем рекомендацию о покупке краткосрочных ГЦБ США (до 6 месяцев) с доходностью 5.5%.

Долгосрочные бумаги (свыше 10 лет) хоть и имеют относительно низкую доходность (порядка 4.13%), но сохраняют хороший потенциал роста стоимости в период перехода ФРС США к смягчению денежно – кредитной политики.

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2023 г., все права защищены.

**Департамент торговых идей**

**E-mail**

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

**Департамент продаж**

**E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

**HLFN**

**Refinitiv**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance