

### **«Призрак бродит по миру – призрак повышения процентных ставок»**

25 ноября 2021г.

Мы решили вынести в заголовок это перефразированное изречение «Манифеста коммунистической партии» 1848 года, уже использованное нами в одном из комментариев, потому что уж больно точно оно отражает суть дела. Только, если раньше инвесторы постоянно взвешивали на «рыночных весах» стоит реагировать на этот риск прямо сейчас или немного подождать и сбегать наверх (тем более, что ФРС постоянно твердило о временном характере инфляции – еще в апреле Дж.Пауэлл утверждал, что к концу года все нормализуется), то теперь, как показывает опубликованный протокол комитета по открытым рынкам ФРС США, очевидно, что члены комитета сами пытаются понять, когда и насколько.

Арутюнян А.Т.,  
главный экономист  
[aarutyunyan@russ-  
invest.com](mailto:aarutyunyan@russ-invest.com)  
+7-495-3639380

**ПАО ИК РУСС-  
ИНВЕСТ**

Начнем по порядку и уточним некоторые аспекты кредитно-денежной политики ФРС. Во-первых, несмотря на постепенное сокращение покупок казначейских и ипотечных облигаций, реального сокращения портфеля ценных бумаг и активов ФРС в целом не произойдет (понятно почему - ФРС продолжит реинвестировать поступающие денежные средства от погашения облигаций). По прогнозу управляющей операциями на открытом рынке Л.Логан, своего пикового значения на уровне 8,5 трлн. долл. (в пропорции 70% на 30% между казначейскими и ипотечными облигациями) портфель ценных бумаг ФРС как раз достигнет в июне следующего года, когда покупки будут полностью прекращены. И это хорошая новость для инвесторов, подтверждающая, что, по крайней мере, до середины следующего года мы будем иметь дело с расширением денежного предложения (а именно сокращения ликвидности и повышения процентных ставок больше всего боятся участники рынка), а, следовательно, еще некоторое время можно будет использовать проинфляционную стратегию инвестирования на рынках капитала.

Во-вторых, комитет обратил внимание на некоторое замедление темпов экономического роста в США, но основная дискуссия развернулась вокруг инфляции и рынка труда. И вот тут есть повод задуматься. Обсуждая инфляцию, экономисты ФРС обратили внимание, что ожидания участников рынка по ставке на конец 2025 года несильно изменились (т.е., в принципе, инвесторы ориентируются на прогноз ФРС, представленный в сентябре, что ставка после 2024 года будет

находиться на уровне 2,5%). При этом члены комитета по-прежнему считают, что всплески инфляции являются временными и связаны, в основном, с дисбалансом спроса и предложения (ссылаются на «bottlenecks» и «supply chain problems»), вызванного пандемией, и энергетическим кризисом. Все это, конечно, реальные причины, но не все. С нашей точки зрения, игнорируется резкое увеличение количества денег в обращении, олигополистическая структура рынка и инфляция издержек, которая точно будет подстегнута в результате дефицита рабочей силы и роста зарплат. При этом стоит обратить внимание, что аналитики ФРС в отличие от членов комитета считают, что инфляция нормализуется только по истечении следующих двух лет (пожалуй, в таком случае это точно среднесрочная проблема – а не вопрос нескольких месяцев). И одновременно они обращают внимание на основной риск – экономический рост замедляется, а инфляция ускоряется (в общем, сценарий стагфляции пока также не исключаем из арсенала).

Мы дополнительно хотели бы обратить внимание, что, если инфляция действительно превратится в двухлетнюю проблему, да еще не оправдаются ожидания ФРС нормализовать ее до 2% в год, ожидания участников рынка по процентной ставке ФРС являются тогда избыточно оптимистичными. Не так давно экономисты JP Morgan Chase в обновленном прогнозе предположили, что ФРС США завершит цикл повышения процентных ставок, как только реальная процентная ставка (скорректированная с учетом инфляции) станет равна нулю.

Что ж, если ориентироваться на текущее значение базовой инфляции в США, которая пока имеет тенденцию к росту, то тогда, с учетом текущей доходности американских казначейских облигаций, ФРС должна повысить процентную ставку, как минимум, на 300 базисных пунктов (до 3,0-3,25% годовых, а не 2,5%, как указано в последних материалах комитета, опубликованных в сентябре). К слову сказать, анализ реальной процентной ставки (начиная с 30-х годов прошлого века) показывает, что ее долгосрочное значение обычно находится на уровне 1-2% годовых (в этом случае это еще +100-200 базисных пунктов). Таким образом, очевидно, что рынок не очень верит в такой сценарий и не закладывает в свой среднесрочный расчет (на 2-3 года вперед) ставку ФРС в размере 3-5% годовых, а, следовательно, участники рынка, как и члены комитета, пока надеются, что ситуация с инфляцией нормализуется. Дай бог!

Обсуждение рынка труда также дает дополнительный повод для некоторого рыночного пессимизма. Несмотря на неоднократные комментарии Дж.Пауэлла, что рынок труда еще полностью не нормализовался, часть членов комитета, ссылаясь на конкретную статистику, наоборот, считает, что существует недостаток рабочей силы («some participants cited a number of signs that the U.S. labor market was very tight»). В принципе, последняя статистика (например, самое низкое количество обращений за пособиями за безработицей, начиная с 1969 года), с нашей точки зрения, подтверждает их правоту. Тем не менее, мы предполагаем, что исключительно по политическим мотивам (чтобы угодить «прогрессивному» крылу демократической партии), ФРС вряд ли начнет повышать ставки раньше второй половины следующего года

---

**ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»**

Комментарий

(если только инфляция не выйдет полностью из-под контроля). Так что ход дискуссии как-то подталкивает к мысли, что ФРС может ошибиться и запоздать с нормализацией кредитно-денежной политики, а рыночные ставки начнут расти, упреждая действия ФРС. Стоит быть начеку.

---

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

## **ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ**

[www.russ-invest.com](http://www.russ-invest.com)

МоскваТел: +7(495) 363-93-80Факс: +7(495) 363-93-90E-mail: [□ HYPERLINK](#)  
"mailto:mail@russ-invest.com" [□ mail@russ-invest.com](mailto:mail@russ-invest.com)Адрес: Москва, 119019,  
Нащокинский переулок, д.5, стр. 4□

© 2017 | ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»  
Лицензия № 045-11769-001000 Лицензия № 045-08757-000100 Лицензия № 045-06310-100000 Лицензия № 045-06312-010000

---

## **ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»**

Комментарий