

10 октября
2024г.

Чего ожидать от ФРС в ближайшем будущем?

В предыдущий раз (см. наш комментарий от 19 сентября) мы предположили, что ФРС США, учитывая реальную доходность ставки по федеральным фондам, имеет возможность снизить ее (при сохранении текущего уровня инфляции) дополнительно на 50-75 б.п. в течение следующих 12 месяцев, а в случае достижения темпа прироста инфляции на уровне 2% в год ставку можно сократить до 3% годовых, и сделали вывод, что, по всей вероятности, мы имеем дело с началом нового цикла кредитно-денежного регулирования. В связи с этим опубликованный вчера протокол сентябрьского заседания комитета приобрел особое значение для понимания, какой расклад мнений существует внутри ФРС и чего нам ждать от руководства ведущего центрального банка мира, по крайней мере, до конца текущего года.

Но сначала выделим некоторые принципиальные моменты, отмеченные в протоколе и касающиеся экономики США и финансового рынка. Во-первых, члены комитета и совета управляющих ФРС обсудили резко выросшую волатильность рынков в августе и пришли к выводу, что рост данной волатильности был вызван повышением ставки Банком Японии и сворачиваем спекулятивной торговли (carry trade) в основе которой находился арбитраж, основанный на дифференциале процентных ставок (этой же точки зрения в августе придерживалось большинство управляющих активами и аналитиков - так что, мнения совпадают, более серьезная фундаментальная причина кризиса не выявлена, можно на время успокоиться).

Во-вторых, комитет отметил уверенный рост экономики США и последовательное снижение инфляции, хотя, начиная с апреля, ежемесячные изменения ценового индекса стали меньше по сравнению с первым кварталом текущего года, а сама инфляция все ещё остаётся повышенной. И, что самое главное, несмотря на некоторое ухудшение показателей рынка труда (в протоколе несколько раз использовано слово tick для характеристики данных изменений, что явно свидетельствует о незначительности данных негативных изменений), сам рынок находится в хорошем состоянии - «увольнения носят ограниченный характер, а количество первоначальных обращений за пособием по безработице находится на низком уровне»¹. В целом аналитики ФРС, судя по тексту протокола, пришли к выводу, что экономическая ситуация в США,

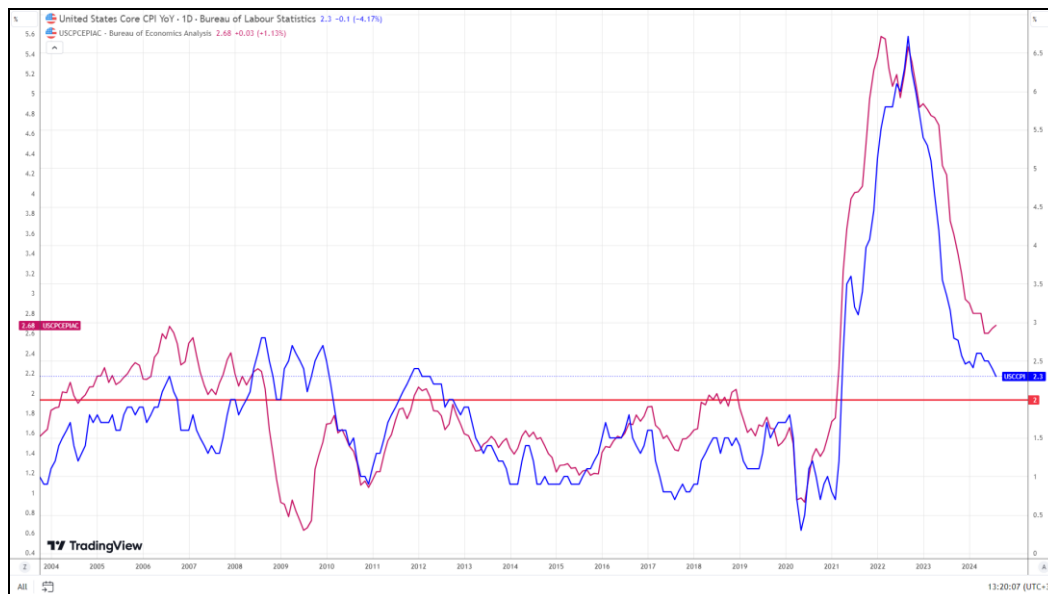
Арутюнян А.Т.,
главный экономист
aarutyunyan@russ-invest.com
+7-495-3639380

**ПАО ИК РУСС-
ИНВЕСТ**

¹ См.: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20240918.htm>

практически, полностью нормализовалась и экономические риски близки к среднему значению за последние 20 лет.

График 1. Динамика ежегодного прироста базового индекса потребительских цен (Core CPI) и базового индекса цен, рассчитанного на основе расходов американских домохозяйств (Core PCE Price Index) в течение 2004-2024гг.



Источник: <https://www.tradingview.com>

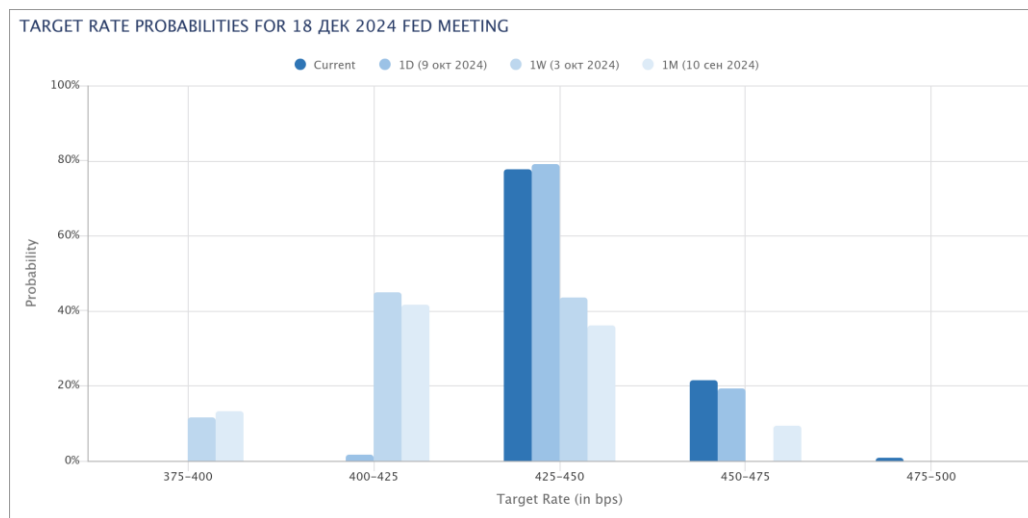
В результате лично у нас сложилось впечатление, что текст протокола как-то диссонирует с принятым решением о снижении ставки на 50 б.п. Причём, несмотря на то, что против решения проголосовал только один член комитета (как отмечено в протоколе, это М.Боумен - её оценка ситуация разошлась с мнением большинства членов комитета: она считает, что в условиях уверенного роста экономики и практически полной занятости инфляция остаётся на уровне, все ещё значительно превышающем целевой уровень ФРС), в протоколе отмечается, что несколько человек выступило за снижение ставки только на 25 б.п. и отметило, что такое снижение сделает снижение ставки более предсказуемым². Таким образом, с нашей точки зрения, протокол подтвердил, как и мы предполагали, наличие разногласий внутри комитета по поводу темпов снижения ставки по федеральным фондам.

Мы по-прежнему уверены, что решение о снижении ставки по федеральным фондам на 50 б.п. было принято по политическим причинам в преддверии президентских выборов в США и, по всей вероятности, на следующем заседании комитета (6-7 ноября) ставку снизят не более чем на 25 б.п., что, в частности, подтверждается высказываниями ряда членов комитета, сделанных уже после

² См.: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20240918.htm>

сентябрьского заседания³. Участники фьючерсного рынка также предполагают, что в ноябре ФРС США срежет ставку еще на 25 б.п., а к концу года она составит 4,25-4,5% годовых (см. нижеприведенную диаграмму Чикагской товарной биржи) вместо текущих 4,75-5,0%.

Диаграмма 1. Динамика вероятности изменения ставки по федеральным фондам ФРС США в течение прошедших четырех недель



Источник: <https://www.cmegroup.com>

Данное предположение, в т.ч., основывается на вышедшей сегодня в США инфляционной статистике за сентябрь, которая показала устойчивое сохранение достаточно высокого прироста базовой инфляции (+3,3%) по сравнению с целевым уровнем ФРС в размере 2% в год. При этом ежемесячный прирост данного индикатора составил 0,3% и пока растет, начиная с июня.

Также отметим, что в условиях существования избыточной денежной массы в мире и резкого обострения геополитического риска пока не стоит сбрасывать со счетов возможность очередного инфляционного всплеска в связи с возможностью ускоренного роста цен на энергоносители и продовольствие. Так, по данным Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (FAO), продовольственный индекс в сентябре вырос на 3%. Цены на сахар подскочили на 10,4%, на растительное масло – на 4,6% и на молочные продукты – на 3,8%. При этом, если с марта 2022 года индекс постоянно снижался, то с января текущего года он вновь перешел к росту⁴. В США в течение прошедшего месяца наблюдается аналогичный скачок фьючерсных цен на данные товары (кроме молока, зато цены на пшеницу выросли на 5,2%), а цены на бензин, начиная с 10 сентября, выросли на 11,65%⁵.

³ См., например «Powell's Half-Point Cut Is Hard to Repeat With FOMC in No Hurry»: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-10-09/powell-s-half-pointer-is-hard-to-repeat-with-fomc-in-no-hurry>

⁴ <https://www.fao.org/newsroom/detail/fao-food-price-index-rises-in-september/en>

⁵ Источник: <https://tradingeconomics.com/commodities>

Подводя итог, отметим, что, во-первых, видимо, действительно начался новый цикл кредитно-денежного регулирования в США и ФРС США продолжит неспеша снижать ставку по федеральным фондам. Во-вторых, учитывая, что ФРС уменьшает активы на своем балансе и до нейтральной процентной ставки все еще далеко (в данный момент, по нашей оценке находится на уровне $\pm 3,5\%$ годовых), ее кредитно-денежная политика все еще остается жесткой (рестриктивной). В-третьих, мы по-прежнему предполагаем, что до конца года ФРС снизит ставку не более чем на 50 б.п. и продолжит внимательно отслеживать текущую макроэкономическую информацию с целью своевременного изменения своей политики (тем более, что, как показала вышедшая сегодня инфляционная статистика, прирост базовой инфляции остается достаточно устойчивым).

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

МоскваТел: +7(495) 363-93-80Факс: +7(495) 363-93-90E-mail: mail@russ-invest.com [HYPERLINK](#)
"mailto:mail@russ-invest.com" mail@russ-invest.comАдрес: 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