**Егор СУСИН,**
начальник центра разработки стратегий, Газпромбанк

# ФРС готовится к изменениям

В феврале 2019 года исполнился год с момента смены руководства ключевого центрального банка мира — Федеральной резервной системы, а на заседании в марте рынки получили сигналы о резком смягчении денежно-кредитной политики. Прогноз по ставке на 2019 год был снижен с 2.75–3.0% до 2.25–2.5%, прогноз по ставке на 2020 год снижен с 3.0–3.25% до 2.5–2.75% (7 из 17 проголосовавших членов ФРС прогнозируют неизменную ставку). К такому повороту рынки в целом готовились, учитывая замедление экономического роста и исчерпание положительного эффекта от налоговой реформы. Но на мартовском заседании ФРС решила также объявить о постепенном завершении с сентября программы сокращения баланса, что указывает на переоценку «нейтрального» уровня активов.

Монетарные власти явно недооценили влияние фискальных факторов и темпов роста наличных денег в экономике на ситуацию с ликвидностью, и именно этим скорее всего обусловлен столь резкий разворот позиции относительно баланса. После кризиса 2008 года количество наличных долларов выросло с $0.8 трлн до $1.7 трлн, что фактически вывело из безналичного оборота около $0.9 трлн из ресурсов, влитых в экономику в период проведения программ количественного смягчения. Это стало одним из факторов сокращения резервов банковской системы с $2.9 трлн на максимумах до $1.7 трлн в конце 2018-го — начале 2019 года (-$1.2 трлн с максимумов, хотя портфель бумаг на балансе ФРС сократился всего на $0.4 трлн).

Ситуацию с ликвидностью ухудшают и постоянные бюджетные кризисы; если до 2014 года остатки на счетах Казначейства США редко превышали $100 млрд, то теперь правительство, «готовясь» к очередному бюджетному противостоянию, зачастую концентрирует на счетах в ФРС до $400 млрд — это сопоставимо с годовыми планами по сокращению баланса. В условиях правительственного shutdown и ожидания достижения потолка госдолга Казначейство США консолидировало почти $400 млрд в конце года.

Все это вместе привело к резкому сокращению долларовой ликвидности на рынке США. Почему монетарные власти выпустили эту ситуацию из-под контроля, можно лишь догадываться, но это могло стать одним из факторов стремительного снижения рисковых активов в 4-м квартале 2018 года. Возможно, сказывается недоукомплектованность Совета управляющих, в котором до сих пор 2 из 7 мест вакантны, а среди занятых 5 позиций лишь 2 экономиста. Заместитель главы ФРС по экономике Ричард Кларида был утвержден только к осени,

в целом же состав руководства ФРС выглядит довольно слабым экономически, после того как его покинули практически все члены времен Бена Бернанке и Джанет Йеллен. Образно говоря, до начала 2019 года корабль ФРС просто плыл по течению, заданному предыдущей командой, и чуть не налетел на мель. В целом монетарные власти быстро сориентировались, но для рынков это может означать менее предсказуемую политику в будущем и меньше предсказуемости.

С приходом в ФРС Ричарда Клариды из PIMCO можно говорить о том, что именно он и глава ФРБ Нью-Йорка Джон Уильямс фактически будут задавать основной тон денежно-кредитной политики в США. Роль же главы ФРС будет скорее политической. Принятые решения указывают на сдвиг денежно-кредитной политики в сторону более мягкой на среднесрочном горизонте. В конце 2018 года заместитель главы ФРС Ричард Кларида инициировал пересмотр стратегии достижения ключевых целей монетарной политики (максимальная занятость и ценовая стабильность). В ряде заявлений монетарные власти уже указали, что ставка находится вблизи нейтрального уровня — это означает, что уровень нейтральной ставки может быть пересмотрен с 2.9–3% до 2–2.5% на долгосрочном горизонте, то есть до уровня, близкого к целевой инфляции. В одном из последних выступлений глава ФРБ Нью-Йорка указал, что нейтральная реальная процентная ставка для США сейчас составляет 0.5%, похожей позиции придерживается и Ричард Кларида.

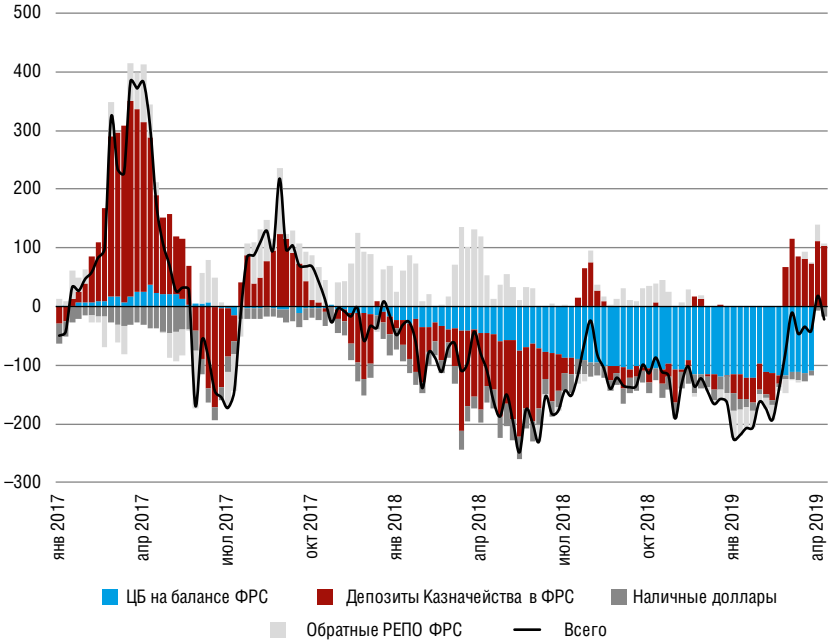
В июне 2019 года состоится конференция, на которой будет обсуждаться будущее денежно-кредитной политики США, после чего в первой половине 2020 года будет представлена новая стратегия регулятора. Ряд предлагаемых вариантов (таргетирование уровня цен/ВВП, таргетирование средней инфляции) предполагают, что в периоды восстановления будет допускаться инфляция выше целевой (чтобы компенсировать низкую инфляцию в периоды спада). К примеру, инфляция в США за последние 5 лет в среднем составляла 1.5% — это позволяет повысить целевой уровень инфляции до 2.5–3% на ближайшие годы. Это также означает, что ставка денежно-кредитной политики в такой ситуации должна быть скорее в диапазоне 1.5–2%, а не 2.25–2.5%, какой она является сейчас. Пойдут ли монетарные власти по этому пути, определится уже в ближайший год. Сложившиеся тенденции в контексте полной смены Совета управляющих и нарастающего политического давления позволяют говорить, что это крайне вероятный сценарий развития процессов. Риски завершения одного из самых длинных в истории США циклов экономического роста могут стать триггером данного процесса.

За последнее десятилетие мягкой политики рынки накопили большие дисбалансы и нереализованные риски, а системная недооценка рисков вполне способна привести к системному кризису.

## КАКИЕ ОГРАНИЧИТЕЛИ МОГУТ В БЛИЖАЙШИЙ ГОД ИГРАТЬ ПРОТИВ ПЕРЕХОДА К БОЛЕЕ МЯГКОЙ ПОЛИТИКЕ ФРС?

- **Несдержанная фискальная политика США.** Дефицит бюджета продолжает расти, что будет выступать сдерживающим фактором для смягчения политики. Ужесточение политики ФРС в 2018 году с лихвой компенсировалось фискальными стимулами.
- **Агрессивная политика США во внешней торговле.** Торговые барьеры в данном случае скорее проинфляционный фактор. Одним из факторов обеспечения низкой инфляции в развитых странах последние три десятилетия являлся перенос трудоемких производственных процессов в страны с более низкой оплатой труда.
- **Агрессивная политика США в отношении ряда стран ОПЕК.** Выход американской экономики на самообеспеченность энергоресурсами благодаря «сланцевой революции» снимает ряд ограничений в отношениях с традиционными поставщиками нефти в США. Более агрессивная политика здесь вполне может привести к сбоям поставок и высокой волатильности цен, хотя пока выпадающие объемы замещаются ростом добычи в США.

**Рисунок 1**
Отдельные агрегаты баланса ФРС, изменение за 13 недель, $ млрд



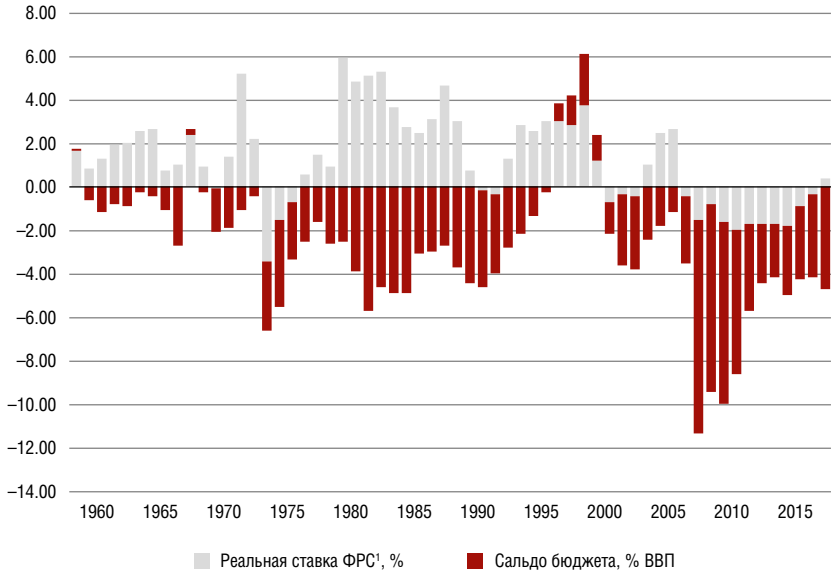



**Рисунок 2**
Реальные ставки ФРС[1] и сальдо бюджета США

Что сценарий смягчения политики ФРС может означать для рынков? Реальные долларовые ставки, которые последние 11 лет оставались отрицательными (относительно базовой инфляции), после небольшой паузы 2019 года снова могут вернуться в отрицательную зону. Но даст ли это какой-то дополнительный стимул экономике — большой вопрос. Проблемы слабой потребительской активности и высокой нормы сбережений даже в условиях устойчивого роста занятости — это скорее структурные проблемы. Высокий уровень расслоения по доходам и активам ограничивает потребительскую активность и склонность к потреблению среднего класса. Растущие сбережения поддерживают высокую стоимость активов, но эти активы все больше концентрируются. Отрицательные реальные процентные ставки этих вопросов не решают.

Рынки могут получить еще одну порцию мягкой политики, что уже формирует всплеск позитива. Но любая резкая смена экономической конъюнктуры в такой среде — а благодаря политике Дональда Трампа поводов для этого достаточно — может привести к взрывному росту волатильности и неспособности монетарных властей на это своевременно отреагировать.

Есть и другие интересные эффекты от возможного пересмотра нейтральных ставок ФРС. В частности, Банк России считает нейтральной реальной ставкой диапазон 2–3%. Фактически эта ставка определяется нейтральной ставкой в долларе (~1%) плюс суверенный риск (CDS 1–2 п.п.). Смещение нейтральной ставки ФРС вниз ослабит обоснованность текущей процентной политики Банка России. Это, конечно, не означает, что наш регулятор должен будет что-то срочно менять в своих подходах, но определенную турбулентность ожиданий может создать.

В 1977 году в мандате ФРС впервые появилась жесткая обязанность обеспечения ценовой стабильности, последние несколько десятилетий все основные центральные банки переходили к режиму таргетирования инфляции. Возможно, пришло время для существенной модификации привычных подходов...

[1] Относительно базовой инфляции (Core CPI).