

## МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



**Владимир Брагин**  
CFA | Директор  
по анализу  
финансовых рынков  
и макроэкономике

## Повышение ставки ФРС: проблемы банков - не повод для остановки

*Недавние проблемы с First Republic Bank не стали для ФРС достаточным поводом для приостановки цикла повышения ключевой ставки. На вчерашнем заседании она была повышена еще на 0.25 п.п. до 5.0-5.25%, причем решение было принято единогласно Главными индикаторами, на которые ориентируется регулятор, судя по пресс-релизу, остаются показатели рынка труда, общая экономическая активность и инфляция.*

### Оценка ФРС состояния банковской системы

Самое интересное, что прямой отсылки к проблемам у отдельных банков в пресс-релизе ФРС не содержится. Ситуация в банковской системе в целом описывается одним предложением: «The U.S. banking system is sound and resilient», что буквально означает уверенность в ее здоровом состоянии и устойчивости.

По итогам прошлого заседания ФРС отмечала ужесточение условий кредитования для компаний и населения из-за проблем у банков, и упоминание об этом есть и сейчас. При этом по-прежнему указывается на невозможность точно оценить силу этого эффекта.

### Проблемы банков не равно проблемы банковской системы

Читая многие статьи, посвященные проблемам банков в США, в частности, можно заметить подмену понятий. Приводя пример First Republic Bank и ранее ушедших банков, а также оценки относительно следующих кандидатов «на вылет», авторы часто подводят под вывод о том, что это сигнал начала финансового кризиса и рецессии.

На мой взгляд, здесь идет некоторая путаница с причинами и следствиями. Стоит еще раз прояснить нашу позицию.

Во-первых, замедление экономики США – закономерный процесс. Восстановление после COVID-19 закончилось, безработица низкая, загрузка мощностей высокая. Экономика физически не может дальше быстро расти. Исходя из циклической парадигмы, в обозримом будущем рост будет замедляться вплоть до рецессии, и это будет происходить и без каких-то действий со стороны ФРС. Регулятор в силах лишь скорректировать траекторию.

Во-вторых, проблемы банков – это не побочный нежелательный эффект ужесточения политики ФРС, а часть трансмиссионного механизма монетарной политики. Повышая ставки ФРС повышает стоимость кредитов, а значит усложняет

жизнь не только заемщикам, но и банкам. Если банки не будут испытывать финансовых ограничений, с чего им сворачивать бизнес? Понятно, что часть банков будет совершать ошибки, цена которых, особенно в условиях роста ставок, может оказаться смертельной для банков. Вот именно это и приводит к ужесточению кредитных условий, снижению спроса в экономики, которое и необходимо для сдерживания инфляции.

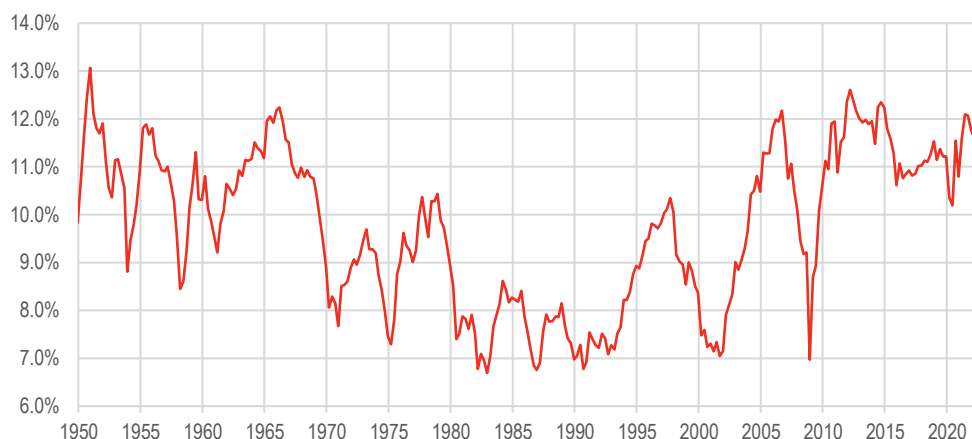
В-третьих, после 2008 года ФРС и Минфин США (как и другие регуляторы) четко понимают, что нельзя оставлять банки решать проблемы самостоятельно. Все последние банкротства сопровождались серьезными и главное быстрыми вливаниями средств, закрывающими обязательства перед вкладчиками и контрагентами. Это не сильно помогает акционерам и инвесторам в долговые бумаги, они остаются ни с чем, поэтому котировки многих банковских бумаг США сейчас вполне обоснованно находятся на стрессовых уровнях. Важно понимать, что эти стрессовые уровни отражают риски банков, но не банковской системы в целом.

*Обратная сторона проблем банков – хорошее состояние корпоративного сектора*

Первоисточником проблемы банков стала неожиданно высокая инфляция, которая вынудила ФРС повысить ставки намного сильнее самых смелых прогнозов, к чему банки были не готовы. Модели рисков, скорее всего, банально не учитывали такого развития событий, так как опирались на последние 10 лет низких ставок и инфляции.

А вот корпоративный сектор США по тем же причинам сейчас чувствует себя отлично, если судить по данным. Корпоративные прибыли к ВВП держатся на очень высоких значениях, указывая на большой запас прочности и наличие финансовых резервов. Это означает, что ситуация с большей вероятностью будет развиваться по сценарию мягкой посадки.

Корпоративные прибыли в США, в % ВВП



Подозреваю, что похожая картина и в сегменте потребителей. Доходы так или иначе, индексируются по инфляции, пусть часто и не полностью и с запаздыванием, в вот долг – нет. Ускорение инфляции, таким образом, привело к снижению размера долга по отношению к доходам, а значит у домохозяйств должны были освободиться дополнительные ресурсы, которые можно направить на потребление.

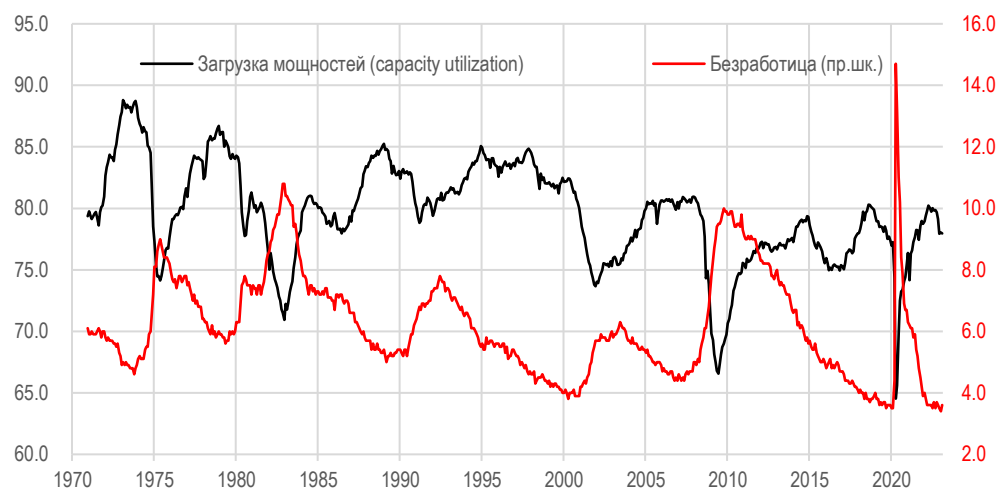
*Что делать ФРС?*

Исходя из того, что инфляция остается повышенной, а безработица низкой, требуется дальнейшее ужесточение монетарных условий. Поэтому вчерашнее повышение, скорее всего, не последнее. С другой стороны, ФРС не торопится сокращать баланс, обеспечивая банки достаточным объемом ликвидности, что снижает риски разворачивания полноценного финансового кризиса. Кстати,

большие объемы предоставляемой банкам ликвидности и готовность в любой момент расширить программы – это тоже фактор, снижающий влияние проблем у отдельных банков на общие монетарные условия. А значит для охлаждения экономики по-прежнему требуется повышение ставки ФРС.

Всегда следует помнить о том, что ФРС действует по фактической ситуации. Повышение ставок будет идти до тех пор, пока не будет устойчивого снижения инфляции до целевых уровней и экономика будет способна переваривать рост ставок. Пока, судя по данным, рынок труда, да и корпоративный сектор в целом не особо страдают от высоких ставок.

#### *Безработица и загрузка мощностей в США*



#### *Российская экономика и рынки*

Влияние на российские активы в текущих условиях минимально, что связано с изоляцией российского финансового сектора от глобальных рынков. Российский рынок акций торгуется по очень низким мультипликаторам, он не перегрет, риски серьезной коррекции на эмоциях выглядят низкими. Нет и риска массового ухода иностранных инвесторов, до 2022 года в подобных ситуациях он приводил к падению котировок акций и облигаций.

Единственным серьезным каналом связи российской экономики и рынков с глобальными площадками остается внешняя торговля. И здесь снижение цен на нефть может дать повод для локального ослабления рубля, хотя и не меняет долгосрочные ориентиры по курсу (счет текущих операций остается профицитным).

#### Выводы и рекомендации

1. Повышение ставки ФРС на фоне проблем у банков воспринимается инвесторами как сигнал о повышенных рисках рецессии, хотя логика развития событий выглядит иначе. Проблемы банков – это неотъемлемая часть трансмиссионного механизма, связывающего повышение ставок и снижение инфляции.
2. Состояние корпоративного сектора – прямая противоположность банкам. Исходя из этого и состояния рынка труда, экономика США может переварить серьезное повышение ставок относительно текущих уровней. Если, конечно, ФРС и Минфин не допустят банковского кризиса за счет купирования проблем, связанных с отдельными банками.
3. Акционеры и держатели облигаций банков – главные пострадавшие, поэтому котировки ценных бумаг банков – это отражение рисков именно ценных бумаг,

- а не банковского сектора. Рыночные котировки бумаг сейчас дают искаженное представление о системных рисках.
4. Российская экономика и фондовый рынок примерно нейтральный к повышению ставки ФРС на фоне проблем у банков США. Присутствуют краткосрочные риски, связанные с просадкой биржевой цены нефти.

---

**Актуальные материалы доступны клиентам УК «Альфа-Капитал» в рамках программы лояльности для высокостоятельных клиентов Alfa Capital Wealth**

---

Данный обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов.

«Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000 от 30 ноября 2004 года выдана ФСФР России. Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 года выдана ФСФР России. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1. Телефоны: (495) 783-4-783, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Интернет по адресу: [www.alfacapital.ru](http://www.alfacapital.ru). Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях и носит исключительно ознакомительный характер. Информация не содержит описания всех рисков, присущих инвестированию на рынке ценных бумаг, равно как в информации не принимаются во внимание личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды каждого конкретного инвестора. Информация не является какого-либо рода офертой, не подразумевалась в качестве оферты или приглашения делать оферты, не является прогнозом событий, инвестиционным анализом или профессиональным советом, не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Настоящий материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего материала. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упоминаемые финансовые инструменты могут не подходить соответствующему клиенту.»