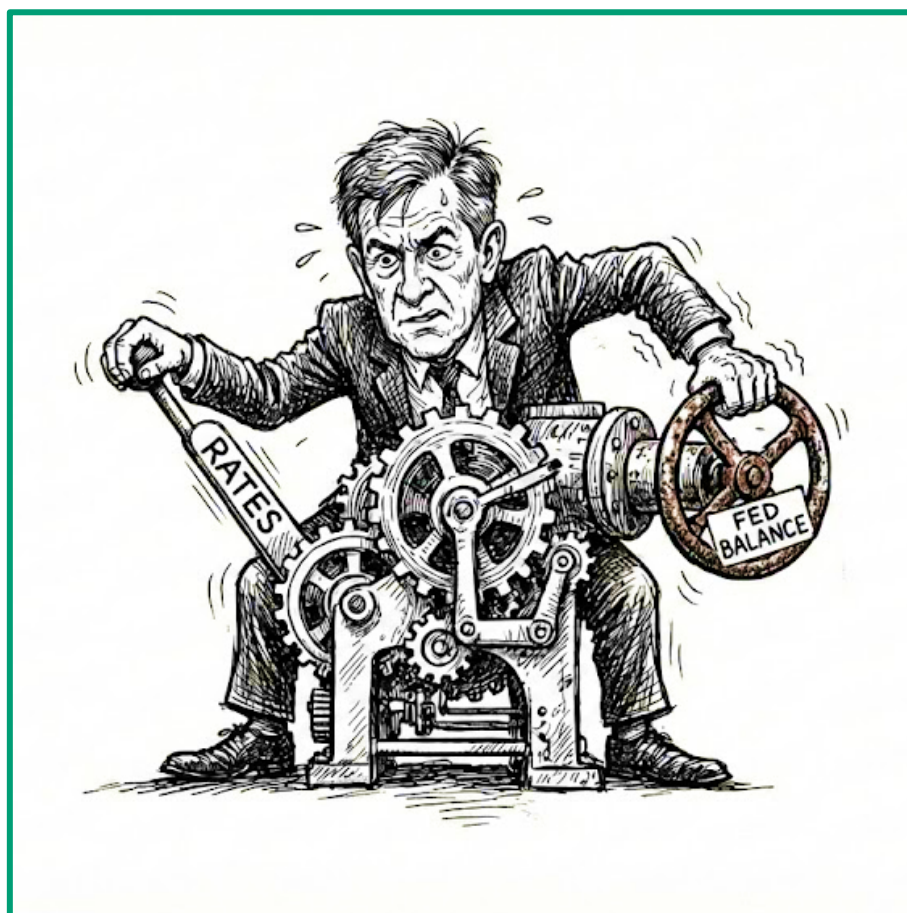


Записка для инвесторов:

Кевин Уорш и смена режима в ФРС: что это значит для экономики и рынков



Наше мнение

В краткосрочной перспективе возможная номинация Кевина Уорша, на наш взгляд, скорее снижает, чем усиливает риски для независимости ФРС. Несмотря на относительно более «голубиную» риторику в части процентных ставок, Уорш остаётся убеждённым институционалистом. Ключевые решения формируются в рамках консенсуса FOMC, что существенно ограничивает пространство для резких политических разворотов и, как следствие, снижает вероятность всплесков краткосрочной рыночной волатильности.

В среднесрочном горизонте баланс рисков может сместиться. После выборов и по мере ослабления политического давления вероятен более жёсткий уклон в позиции Уорша, особенно в сценарии устойчиво повышенной инфляции. При этом его взгляды на сокращение баланса ФРС пока не находят широкой поддержки внутри Комитета, где доминирует подход «достаточных резервов». Это снижает вероятность быстрого пересмотра параметров баланса, но не устраняет риск изменения дискуссии со временем.

Для рынка акций заявленные приоритеты и взгляды Уорша выглядят относительно благоприятно для технологического сектора, а также для банков, которые могут выиграть от потенциального смягчения регуляторной среды. В то же время сценарий, при котором ему удастся продвинуть более активное сокращение баланса ФРС, может стать негативным фактором для компаний, чувствительных к стоимости долгосрочного финансирования, включая домостроителей и производителей капиталоемкой продукции.

Назначение Кевина Уорша на пост председателя Федеральной резервной системы – событие, которое выходит далеко за рамки обычной смены персоналий. Для рынков это сигнал возможного перехода к иной философии денежно-кредитной политики, а для инвесторов – повод пересмотреть привычные допущения о том, как ФРС реагирует на рост, инфляцию и финансовые рынки. Если последние 15 лет инвесторы жили в мире «центробанк всегда подстрахует», то Уорш – кандидат, который ставит этот принцип под сомнение.

Чтобы понять, почему его назначение воспринимается как потенциальная «смена режима», важно разобраться, кто такой Кевин Уорш, какие взгляды он сформировал во время работы в ФРС и как они соотносятся с текущей экономической реальностью.

Кто такой Кевин Уорш?

Кевин Уорш – нетипичный глава центробанка. Он не академический экономист и не выходец из университетской среды. Его карьера начиналась на Уолл-стрит: до прихода в ФРС он работал в Morgan Stanley, а в Совет управляющих был назначен в 2006 году – в возрасте всего 35 лет, став самым молодым управляющим в истории регулятора. Этот бэкграунд во многом определил его взгляд на роль центрального банка: Уорш всегда делал акцент не на теоретических моделях, а на функционировании реальных рынков и финансовой системы. Его ключевой период в ФРС пришёлся на глобальный финансовый кризис 2008 года. В то время Уорш выступал одним из главных связных между ФРС и крупнейшими финансовыми институтами, фактически выполняя роль «глаз и ушей» председателя Бена Бернанке на Уолл-стрит. Он участвовал в переговорах с банками, которые находились на грани краха, и был сторонником жёстких антикризисных мер для стабилизации системы. Личный фактор также сыграл роль в его карьере: Уорш женат на Джейн Лаудер, наследнице Estée Lauder, а семья Лаудеров имеет давние связи с Дональдом Трампом, что могло способствовать его назначению.

В ФРС Уорш не был противником экстренного вмешательства ФРС как такового. Напротив, он поддерживал радикальные шаги в момент, когда финансовая система рисковала обрушиться. Разногласия начались позже – когда кризис был локализован, а ФРС решила сохранить ультрамягкую политику на более длительный срок. Здесь стоит сделать небольшую паузу и пояснить, что именно тогда происходило.

Первая программа количественного смягчения, QE1 (2008–2009), была, по сути, экстренной реанимацией. ФРС массово скупала казначейские облигации и ипотечные бумаги, чтобы восстановить ликвидность, стабилизировать банки и остановить цепную реакцию банкротств. Уорш поддерживал эти меры, поскольку считал их необходимыми для спасения системы. QE2, запущенная в 2010 году, имела уже иной характер. Экономика США к тому моменту формально вышла из рецессии, финансовые рынки стабилизировались, но рост оставался слабым, а безработица – высокой. ФРС решила продолжить покупки активов, чтобы дополнительно стимулировать экономику. Именно здесь Уорш занял жёстко критическую позицию. Он считал, что ФРС выходит за пределы своего мандата, пытаясь «подпитывать» экономический рост деньгами, вместо того чтобы сосредоточиться на стабильности цен и финансовой системы.

По мнению аналитиков Bloomberg Intelligence, жёсткость позиции Уорша выделялась даже на фоне тогдашнего состава Совета управляющих. Он последовательно акцентировал внимание на инфляционных рисках и долгосрочных издержках ультрамягкой политики в период, когда инфляция оставалась ниже целевого уровня, а безработица – высокой. Внутри ФРС Уорш выступал против смещения фокуса с ценовой стабильности на поддержку рынков и роста активов, предупреждая, что затяжные стимулы и расширение баланса подрывают доверие к регулятору и формируют зависимость рынков от политики ФРС.

Эта позиция отражает более широкий мировоззренческий подход Уорша – он близок к монетаристской традиции. В упрощённом виде монетаризм исходит из идеи, что избыточное денежное предложение неизбежно приводит к инфляции и искажению рыночных сигналов, даже если краткосрочно это выглядит безболезненно. С точки зрения Уорша, длительная политика «лёгких денег» подталкивает инвесторов к чрезмерному риску, раздувает цены активов и усиливает социальное неравенство, поскольку выигрывают прежде всего владельцы финансовых активов. Неприятие «страховки рынков» как функции центрального банка стало одной из ключевых линий разлома между Уоршем и большинством членов Комитета в посткризисный период. Именно из-за несогласия с курсом ФРС после кризиса Уорш покинул Совет управляющих в 2011 году.

Какой план у Кевина Уорша?

После своего ухода из ФРС Уорш последовательно критиковал регулятора за избыточную мягкость, утверждая, что ФРС всё больше реагирует на поведение рынков, а не на фундаментальные макроэкономические показатели. На этом фоне может показаться неожиданным, что сегодня Уорш публично поддерживает идею снижения ставок. Стратегия его политики строится вокруг четырёх направлений:

1. Ставка ФРС

- Уорш призывает к возможности снижения ставок для поддержки экономического роста;
- Он считает, что более низкие ставки оправданы структурными факторами предложения: технологический прогресс и искусственный интеллект могут ускорять рост производительности, создавая дезинфляционное давление, так что высокий ВВП не обязательно ведёт к росту инфляции; при этом он подчёркивает, что снижение ставок должно сочетаться с контролем ликвидности и финансовой стабильности;
- Основной принцип: ставка должна работать на реальную экономику, но ФРС не должна чрезмерно влиять на рынки через баланс.

2. Баланс ФРС и QE

- В этом контексте Уорш выступает за более активное сокращение баланса ФРС, отделяя влияние ставки (на экономику) от воздействия баланса (на финансовую систему);
- Продолжение ультрамягкой политики (QE) критикуется как фактор избыточной ликвидности, раздувающей цены активов и формирующей зависимость рынков от стимулов.

3. Банки и дерегуляция

- Критика избыточных регуляторных требований, в частности стандартов «Базель III Эндгейм», которые ограничивают кредитование.
- Поддержка малых и средних банков через упрощение правил, стимулирование кредитования реального сектора и увеличение предложения товаров и услуг, что создаёт дезинфляционное давление.
- Сигнал к «разморозке» банковской системы: поддержка рыночной динамики вместо бюрократического контроля.

4. Коммуникация ФРС с публикой

- Уорш выступает против чрезмерной прозрачности ФРС и активного «сопровождения» рынка: сокращение числа публичных выступлений, ограничение прогнозов регулятора (forward guidance) вне кризисов, пересмотр «точечных прогнозов» (dot plot);
- Он считает, что чрезмерная реакция на отдельные статистические релизы снижает эффективность политики и искажает рыночные сигналы;
- Принцип: ФРС должна сохранять гибкость и действовать исходя из общей макроэкономической картины, а не подгонять курс под ежедневные данные.

Что ждут от Кевина Уорша инвестиционные дома

Оценки инвестиционных домов подчёркивают именно двойственность между «голубиной» политикой Уорша на ближнем сегменте кривой и «ястребиной» на дальнем. В Goldman Sachs отмечают, что его подход напоминает попытку балансировать между интересами «Main Street» и «Wall Street»: поддержка домохозяйств и бизнеса через ставку и одновременное снижение рисков финансовых пузырей через ужесточение балансовой политики. При этом аналитики указывают на технические и институциональные сложности: текущая система «достаточных

резервов» глубоко встроена в инфраструктуру денежного рынка, и резкий отход от неё может вызвать волатильность.

В JPMorgan акцент делают на другом риске – управляемости ФРС. Председатель имеет лишь один голос в FOMC, и, если его взгляды окажутся слишком радикальными, он может столкнуться с сопротивлением Комитета. Сценарий, при котором председателя ФРС переголосовывают, крайне редок и потенциально разрушителен для доверия к регулятору. Nomura, в свою очередь, допускает, что в первые годы Уорш может действовать более осторожно и даже «голубино», но в среднесрочной перспективе его ястребиные инстинкты могут взять верх, особенно если инфляция окажется более устойчивой, чем предполагает его технологический оптимизм.

Что ждём от Кевина Уорша мы

Краткосрочное влияние

В ближайшие кварталы номинация Кевина Уорша, на наш взгляд, скорее снижает, чем повышает риски для независимости ФРС. Несмотря на более «голубиную» риторику по ставкам, он остаётся институционалистом и вряд ли будет готов жертвовать доверием к регулятору ради политических целей. Возможность единоличного влияния ограничена: ключевые решения формируются консенсусом FOMC, и при текущем составе мы по-прежнему ожидаем не более двух снижений ставки. Это существенно снижает краткосрочные риски резкого разворота монетарной политики и дестабилизации долгового рынка, способствуя снижению премии за срок, и, соответственно, давления на доходности на дальнем сегменте кривой UST.

Среднесрочные риски

После промежуточных выборов в конгресс осенью и при ослаблении политического давления (особенно в случае потери республиканцами большинства) баланс рисков может сместиться в сторону более жёсткой линии. Если инфляция окажется устойчивой, а технологический рост производительности – слабым, ФРС может быть менее склонна компенсировать рыночные шоки через баланс. Хотя стоит отметить, что взгляды Уорша на сокращение баланса в настоящий момент не находят поддержки большинства членов Комитета, которые продолжают придерживаться политики «достаточных резервов». Это ограничивает возможность резкого изменения подхода регулятора. Таким образом, назначение Уорша не означает немедленного ужесточения условий или автоматического сокращения баланса; оно лишь меняет распределение рисков во времени: краткосрочно – сдержанный и институциональный курс, среднесрочно – более принципиальный, с потенциально меньшей «страховкой» рынков, если Комитет решит поддержать такую линию.

Перспективы для рынка акций

Если теория Уорша о дезинфляционном росте подтвердится, главными бенефициарами станут технологические компании, работающие с ИИ, благодаря ускорению производительности и естественному давлению на цены. Отдельно, смягчение регуляторных требований к капиталу и упрощение процедур слияний и поглощений может создать дополнительный импульс для банковского сектора, особенно для региональных банков. Кроме того, компании с высокой долговой нагрузкой и активами, зависящими от дешёвого краткосрочного и среднесрочного финансирования, также могут получить временную поддержку. Однако здесь ключевым остаётся баланс между ростом экономики и политикой ФРС по сокращению баланса. Если она, всё-таки, будет реализована, это окажет негативное влияние на компании, которые чувствительны к стоимости долгосрочного финансирования, такие как строительные компании и производители капиталоемких товаров.

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. 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 и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. 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 депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. 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».

© 2026, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance