Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор
аналитического
департамента,
ИК РЕГИОН

Мягкая посадка в сложных условиях

В нынешнем году правительству и центральному банку предстоит обеспечить сбалансированный рост с низкой безработицей и умеренной инфляцией. Помимо сохраняющихся внутренних вызовов, таких как дефицит трудовых ресурсов, властям теперь необходимо учитывать импульсивность и непредсказуемость второй администрации Дональда Трампа.

Вторая администрация Дональда Трампа с первых дней реализует транзакционный подход к внешней торговле и политике, разделив мир на три неравных лагеря. Ближайшие соседи США, прежде всего, Канада и Мексика, предпочли без промедления пойти навстречу требованиям. Другие страны, прежде всего, Саудовская Аравия и Индия, сделали собственные предложения по переформатированию торговли и инвестиций, заранее обозначив готовность к переговорам. И, наконец, в третьей группе оказались Китай и Европейский союз. В первом разговоре с Трампом председатель Си также предложил решать противоречия путем диалога, но в ответ на американские пошлины ввел свои ограничения, обозначив готовность к новому продолжительному противостоянию (первая торговая война длилась два года). Страны Европейского союза занимают схожую позицию.

В настоящее время крайне сложно предсказать, насколько существенный негативный эффект цепочкам поставок нанесут взаимные торговые барьеры, прежде всего, с точки зрения инфляции. В целом динамика интернационализации валют стран с развивающимися рынками и переформатирование глобальных внешнеторговых потоков в последние 4–5 лет позволяют утверждать, что цепочки поставок стали более устойчивы к шокам. Продолжение давления со стороны США будет поощрять развитие новых торговых блоков, ребалансировку географии поставок крупнейших экспортеров, перенаправление прямых инвестиций и рост рыночного влияния быстрорастущих стран, таких как Индия.

Тем не менее центральные банки не могут не учитывать новые торговые противостояния. В годы первой адми-

нистрации Дональда Трампа Федеральная резервная система предположила, что агрессивная внешнеторговая политика приведет к разгону инфляции. Но, начав повышать ставку и ужесточать сигнал, невзирая на гнев президента, Джером Пауэлл уже через несколько кварталов развернулся на 180 градусов. Важным дополнительным фактором сейчас являются усилия администрации по сокращению бюджетных расходов. Если они увенчаются успехом, бюджетный импульс сократится, давление на рынок государственного долга спадет и денежно-кредитные условия смягчатся независимо от уровня учетной ставки, облегчая финансирование инвестиций.

Глава департамента государственной эффективности Илон Маск, чьи полномочия истекают в конце мая 2025 года, нацелен сократить дефицит федерального бюджета на $1 трлн. Однако это вдвое меньше, чем требуется для сохранения масштабных налоговых льгот. Кроме того, часть расходов, от которых отказалось федеральное правительство, неизбежно будет перенесена на бюджеты отдельных штатов. Таким образом, сокращение фискального импульса в текущем и следующем годах может оказаться заметно менее выраженным, чем предполагает вторая администрация Дональда Трампа. Поэтому сейчас ФРС, вероятно, предпочтет взять продолжительную паузу, но по-прежнему будет размышлять о траектории возвращения учетной ставки в нейтральный диапазон.

В фокусе внимания США остается и ситуация на Ближнем Востоке. Перемирие в Палестине и Ливане теоретически открывает возможность для восстановления перевозок по Суэцкому каналу, что существенно сократит транспортные издержки грузоотправителей. Однако вместо этого эскалация в секторе Газа вновь набирает обороты. Поэтому глобальные клубы страховщиков предпочитают сохранять высокие премии для этого маршрута и перейдут к обычным условиям не ранее, чем между конфликтующими сторонами будут заключены более устойчивые соглашения.

Определенные дезинфляционные перспективы открываются и в связи с возможными переговорами между США и Ираном. С 2018 года, когда Дональд Трамп вышел из совместного всеобъемлющего плана действий, Тегеран сохранял контакты с Европой, а с прошлого года активно возрождает и укрепляет связи с мусульманскими странами. Возможные контакты с администрацией Дональда Трампа могут позволить Ирану поставлять на мировой рынок больше нефти, что соответствует стратегическим планам руководства страны. Если же они не увенчаются успехом, ОПЕК+ выпустит на рынок больше нефти, пользуясь своим колоссальным по историческим меркам резервом свободных мощностей.

С одной стороны, ОПЕК+ важно показать, что в основе принимаемых решений лежит цель снизить волатильность на рынке и обеспечить баланс интересов производителей и покупателей. С другой — учитывая готовность Саудовской Аравии активизировать экономические связи с США, определенные шаги к повышению объемов добычи весьма вероятны. С 1 апреля участники соглашения начнут постепенный отказ от добровольных ограничений в добыче. Формально это будет означать, что ОПЕК+ в нынешнем году не увеличит поставки относительно прошлогоднего уровня. Однако, учитывая обязательства Ирака и Казахстана компенсировать прежнее превышение квот, общие поставки в базовом сценарии несколько сократятся, поддерживая цены. Дополнительную жесткость балансу спроса и предложения может обеспечить возобновление покупок нефти в стратегический резерв США.

В России добыча нефти и газового конденсата не изменится относительно 2024 года, что при растущем спросе на моторное топливо, подогреваемом оттоком грузов с железной дороги на автомобильный транспорт, может означать сокращение экспорта в физическом выражении. Что касается цен, то они, вероятно, останутся в диапазоне $70–80 за баррель, учитывая вероятность некоторого сокращения экономической активности в Китае. Если США продолжат оказывать давление на российских экспортеров, в пределе такая политика может привести к снижению

сортов Юралс и ВСТО к уровню около $60 за баррель, что не несет угрозы российскому бюджету, но препятствует восполнению Фонда национального благосостояния и окажет давление на рубль.

Статистика последних месяцев показывает, что ситуация в российской экономике постепенно меняется в сторону дезинфляции. Потребительский спрос по итогам января-марта не просто существенно замедлился, но даже снизился, что, вероятно, объясняется слабостью рынка автомобилей. Активность в промышленности и секторе услуг также имеет тенденцию к снижению. Спрос на электроэнергию с учетом календарного и температурного факторов в I квартале остался без изменений, но здесь влияние на потребление также оказали введенные правительством ограничения на майнинг криптовалют в отдельных регионах.

Бюджетная политика в зимние месяцы оставалась стимулирующей: расходы заметно превышали уровень годичной давности, позволяя бизнесу не повышать долговую нагрузку. Это, с одной стороны, снизило риски дефолтов: рост требований к экономике практически остановился из-за досрочных погашений, с другой — обеспечило продолжение экономического роста. В целом это соответствует сценарию мягкой посадки. Однако правительственные планы по динамике роста весьма высоки, что может побудить власти к дополнительным стимулам, если фактические данные сильно отклонятся вниз от плана. Точечные решения по поддержке отдельных отраслей, в частности, угольной промышленности, уже разрабатываются. Впрочем, сейчас ситуация выглядит так, что Банк России имеет основания повысить прогноз экономического роста, а Министерство экономического развития слегка понизить, что сократит различия во взглядах.

Инфляция, с одной стороны, движется в рамках сезонных трендов. С другой — в структуре инфляции весь IV квартал 2024 года росла доля товаров, дорожающих со значительным отклонением от стандартных темпов (Рисунок 1). Остаются риски, связанные с исчерпанием свободных провозных емкостей авиакомпаний, потерей курортного сезона на значительной части черноморского побережья из-за разливов мазута, глобальными дисбалансами на рынках молочной и птицеводческой продукции и уже принятыми тарифными решениями.

В то же время в пользу замедления темпов инфляции начало работать значительное укрепление рубля. Как и в начале 2023 года, когда цены на нефть тоже были очень низки, сейчас мы видим

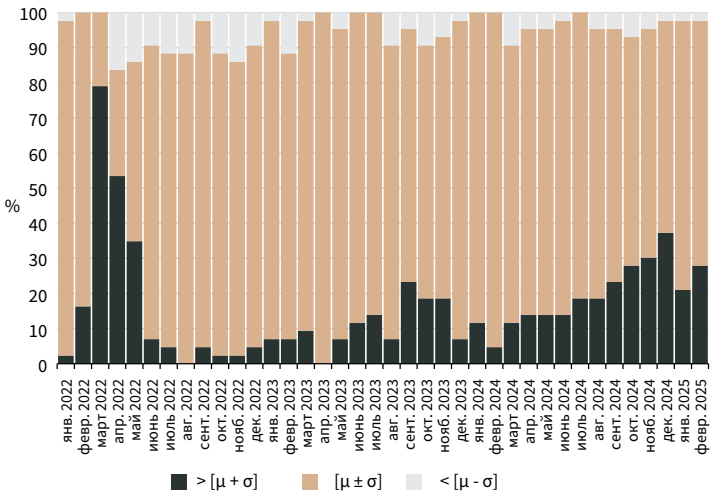

Рисунок 1
Распределение товарных категорий по величине отклонения сезонно-сглаженного прироста цен от уровня 2016–2020 гг.

Источник: Росстат, ЦБ РФ, собственные оценки и расчеты

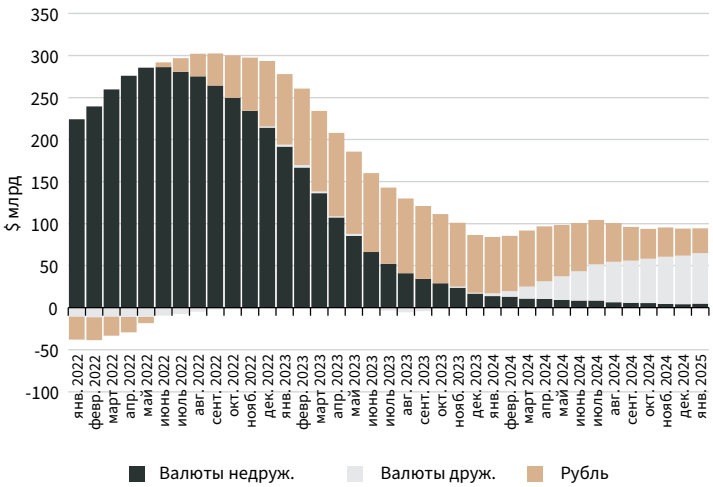

Рисунок 2
Структура чистого экспорта России (скользящая сумма за 12 месяцев)

Источник: ЦБ РФ, собственные оценки и расчеты

сильный рубль благодаря сильно возросшей доле юаня в профиците торгового баланса (Рисунок 2). Сокращение импорта под давлением замедляющегося потребительского и инвестиционного спроса и устойчивые физические объемы экспорта также говорят в пользу длительного периода крепости рубля. Благодаря этому инфляция в текущем году может оказаться ниже 7 %.

На мартовском заседании регулятор придал повышенное значение динамике инфляционных ожиданий, скорости и устойчивости замедления ценовой динамики. Пока инфляционные ожидания и по абсолютной величине, и по структуре сильно отличаются от тех, что соответствуют достижению цели по инфляции. В «эталонный» период 2016–2020 годов население оценивало скорость роста цен на год вперед в диапазоне 8–10 %, а разница в оценках между респондентами, имеющими и не имеющими сбережений, составляла 1–2 процентных пункта (сейчас — вдвое-втрое больше). Поэтому даже позитивная динамика в инфляции может не позволить Банку России быстро приступить к смягчению денежно-кредитной политики, хотя вероятность снижения ключевой ставки во второй половине года за последние месяцы существенно возросла.

Что касается ситуации с кредитованием, то трансфертные кривые банков в январе-марте имели тенденцию к снижению, однако кредитные премии, согласно данным Банка России, не сократились. С 1 апреля кредитование (в том числе посредством приобретения облигаций) крупнейших заемщиков с высокой долговой нагрузкой сопровождается увеличением нагрузки на капитал. С 1 июля антициклическая надбавка к капиталу для системно значимых кредитных организаций возрастет вдвое, до 0.50 %. Все перечисленные факторы будут поддерживать кредитные премии на сложившемся уровне и замедлять рост требований банков к реальному сектору. Только летом, с приближением внедрения национального норматива ликвидности, денежно-кредитные условия могут вновь смягчиться.

Активная совместная работа правительства и центрального банка, включавшая помимо перечисленных выше решений оптимизацию инвестиционных программ естественных монополий, скорее всего, позволит экономике уже в ближайшие кварталы выйти из состояния перегрева. Однако неопределенность инфляционных трендов, возросшая в связи с новыми торговыми войнами, не позволяет рассчитывать на значительное снижение ключевой ставки и будет поддерживать высокую доходность инструментов с фиксированной доходностью.

СОЛИД
МЕНЕДЖМЕНТ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Результаты громче слов

2024 год:

- зарегистрировано 9 выпусков облигаций, общий объем ~**2 трлн** рублей
- получена FPI лицензия с доступом к финансовому рынку Индии

am.solid@solid-mn.ru
solid-mn.ru

Реклама