

Мягкая посадка в сложных условиях

Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического
департамента,
ИК РЕГИОН



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.

В настоящее время крайне сложно предсказать, насколько существенный негативный эффект цепочкам поставок нанесут взаимные торговые барьеры, прежде всего, с точки зрения инфляции

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, в первую очередь Саудовская Аравия и Индия, сделали собственные предложения по реформатированию 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.

Генеральный директор ВТО Нгози Оконджо-Ивеала в недавнем интервью Financial Times выразила осторожный оптимизм в отношении динамики внешней торговли, приветствуя рост числа двусторонних торговых соглашений. В целом динамика интернационализации валют стран с развивающимися рынками и перестройка глобальных внешне-торговых 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 администрации 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 развернул ФРС на 180 градусов. Важным дополнительным фактором сейчас являются усилия администрации по сокращению бюджетных расходов. Если они увенчаются успехом, бюджетный импульс сойдет, давление на рынок государственного долга спадет, и денежно-кредитные условия смягчатся независимо от уровня учетной ставки, облегчая финансирование инвестиций. 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. Однако 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. В то же время планы Дональда Трампа в отношении сектора Газа вносят дополнительные противоречия в отношения США и стран Персидского залива.

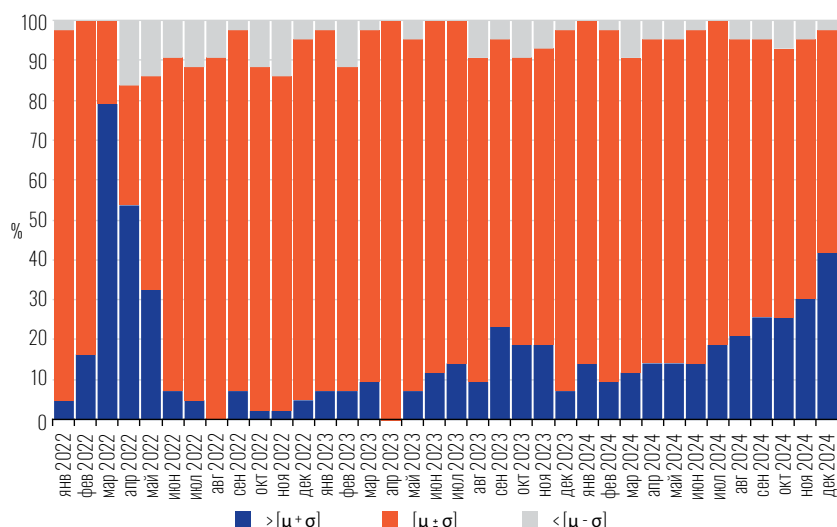
С одной стороны, ОПЕК+ важно показать, что в основе принимаемых решений лежит цель снизить волатильность на рынке и обеспечить баланс интересов производителей и покупателей. С другой — учитывая готовность Саудовской Аравии активизировать экономические связи с США, определенные шаги к повышению объемов 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. Рост потребительского спроса по итогам января существенно замедлился, в то время как активность в промышленности и секторе услуг имеет тенденцию к росту. Бюджетная политика в зимние месяцы остается стимулирующей: расходы заметно превышают уровень годичной давности, позволяя бизнесу не повышать долговую нагрузку. Это, с одной стороны, снижает риски дефолтов: рост требований к экономике практически остановился из-за досрочных погашений, с другой — обеспечивает продолжение экономического роста. Впрочем, оперативные индикаторы за январь говорят о продолжающемся снижении объемов погрузки на железной дороге и об очень медленном росте энергопотребления (около 1% с учетом температурной корректировки). В целом это соответствует сценарию мягкой посадки. Однако правительственные планы по динамике роста весьма амбициозны, что может побудить власти к дополнительным стимулам, если фактические данные сильно отклонятся вниз от плана. Впрочем, сейчас ситуация выглядит так, что Банк России имеет основания повысить прогноз экономического роста,

**Статистика
последних
месяцев
показывает,
что ситуация
в российской
экономике
постепенно
меняется
в сторону
дезинфляции**



« **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 автора

Согласно данным регулятора, трансфертные кривые банков в январе имели тенденцию к снижению, то есть кредитные премии сократились

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. Весьма вероятно, что инфляция в текущем году вновь сильно отклонится от цели Банка России, превысив 7 %.

На декабрьском заседании регулятор придал повышенное значение динамике и стоимости кредита. Впоследствии озабоченность ситуацией с финансированием реального сектора выразил и президент. Действительно, в середине IV квартала 2024 года из-за дефицита нормативной ликвидности корпоративный кредит начал замедляться быстрее, чем предполагал Банк России, а кредитные премии к ключевой ставке значительно выросли. Это побудило регулятора изменить сигнал и приостановить ужесточение монетарной политики, сославшись на чрезмерное ухудшение условий кредитования. В то же время отчетность Сбербанка показала, что в декабре объем выдачи кредитов оставался на высоком уровне, а статистика Банка России указала, что главным каналом сокращения кредитного портфеля банков стали валютные кредиты, а рублевая часть требований даже немного увеличилась. Источником

средств для оптимизации долговой нагрузки предприятий в декабре и январе стали сильно возросшие бюджетные расходы.

Согласно данным регулятора, трансфертные кривые банков в январе имели тенденцию к снижению, то есть кредитные премии сократились. Однако с 1 февраля для системно значимых кредитных организаций вступила в силу антициклическая надбавка к капиталу. С 1 июля она возрастет вдвое, до 0.50 %. Весной ожидается установление макроprudенциальных надбавок по новым займам крупнейших заемщиков с высокой долговой нагрузкой. Новый вид ОФЗ с переменным купоном, в котором используется срочная версия RUONIA, также повышает вмененный уровень рентабельности корпоративного кредита. При этом участие бюджета в субсидировании процентных ставок заметно сократится. 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 скорое снижение ключевой ставки и будет поддерживать высокую доходность инструментов с фиксированной доходностью.

Всё о золоте —
просто, ясно, удобно,
Cbonds!

Бюллетень Cbonds
по драгоценным
металлам

Мировые котировки
по золоту

Новостная лента и аналитика

Прогнозы участников рынка

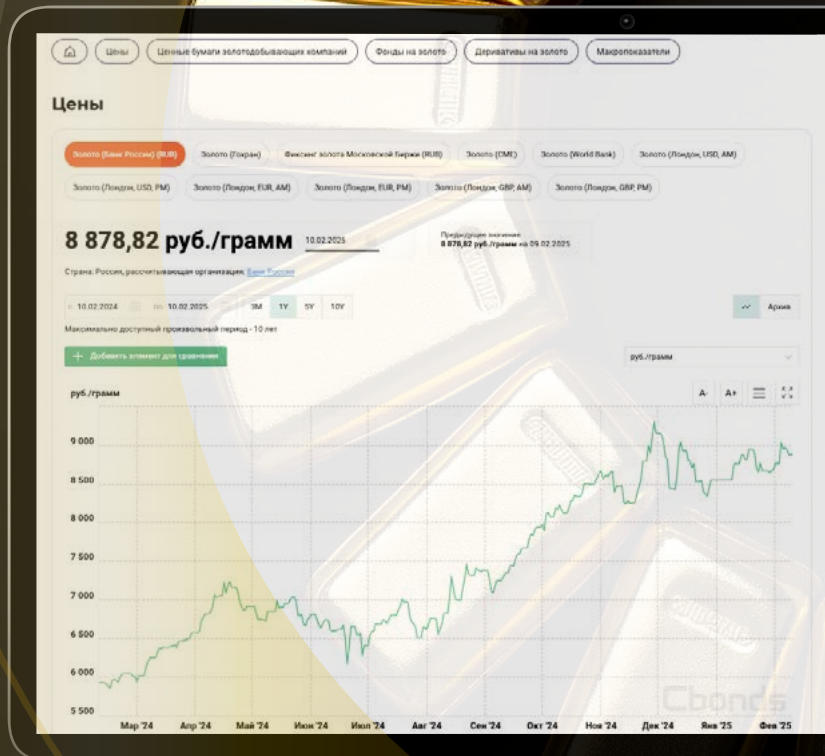
Облигации и ЦФА,
привязанные к золоту

Информация
о золотодобывающих
компаниях

Фьючерсная доска

Макропоказатели
по золоту

Сравнение графиков
золота в различных
валютах



rsrch@cbonds.info