

МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



Владимир Брагин
CFA | Директор
по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики

Эмоциональные качели и экономический фундамент

Начало этого года преподнесло российским инвесторам массу приятных новостей. Резкий разворот риторики властей США по вопросу Украины, подготовка переговоров между главами России и США... Такого было сложно ожидать осенью 2024 года, когда вводились санкции против Мосбиржи и НКЦ, а курс рубля ушел выше USDRUB 110. Неожиданным было не столько само изменение риторики, сколько скорость этих изменений. Впрочем, реакция рынка абсолютно логичная: рубль укрепился, сегодня видели курс ниже USDRUB 85, котировки российских акций и облигаций устремились вверх.

Рубль: где фундамент?

Ослабление рубля осенью 2024 года сложно назвать «фундаментально обоснованным» хотя бы по той причине, что оно началось после введения очередных санкций и не сопровождалось соответствующим изменением показателей внешней торговли. Ни экономика, ни состояние финансовой системы также не давали поводов для столь резкого ослабления рубля.

Текущее укрепление рубля – тоже следствие эмоций, только противоположных. Если осеннее ослабление увело курс далеко вверх от фундаментальных показателей, то и сейчас мы можем увидеть уход курса ниже равновесных значений.

Диаграмма. Курс рубля к доллару США (номинальный и реальный*)



* Реальный курс рассчитывается исходя из разницы динамики потребительских цен. Он служит ориентиром для недооцененности/переоцененности валюты по паритету покупательной способности.

Что считать за фундаментальное значение? Вариантов на самом деле несколько, в зависимости от того, что считать фундаментально обоснованным уровнем.

- Нулевой торговый профицит: USDRUB 50-60 (возможно, ниже)
- Реальный эффективный курс ноября 2022 г.: USDRUB 70-75
- Возврат к реальному эффективному курсу до СВО: USDRUB 90-100

С учетом импортозамещения, увеличения экспортных возможностей в несырьевом секторе, а также снижения доли нефтегазовых доходов бюджета (тоже фактор валютного курса), равновесный курс рубля должен по идее сместиться вниз. Но, с поправкой на высокую инфляцию этого года, вряд ли это будет существенно ниже USDRUB 95 на этот год.

*Разговоры о мире
уже давят на цены*

Хотя формально переговоры еще не начались, рынок закладывает сугубо оптимистичные ожидания по их будущему ходу и исходу. Это является источником риска для динамики рубля в будущем.

- Затягивание переговоров (вполне реальный сценарий при включении большого числа участников)

- Негативный ход переговоров. Сами переговоры пока не начались, и изменения «на земле», или среди активных политических фигур могут оказать непредсказуемое влияние на позицию сторон и готовность договариваться

Кроме того, эффект в краткосрочном периоде может отличаться от долгосрочного. Если сейчас ситуация благоприятна для рубля в связи с облегчением прохода платежей за экспорт, а также уменьшения потребности в запасах ликвидных иностранных активов для обеспечения экспорта и импорта, то на длинном горизонте рост импорта и снижение барьеров для оттока капитала приведут к обратному движению в рубле.

Будем реалистами. Привычка сберегать в иностранной валюте среди массы розничных инвесторов никуда не исчезла. Как только появится возможность, начнутся активные покупки акций и облигаций иностранных компаний. И такое будет наблюдаться не только среди розничных инвесторов, но и на уровне компаний и даже центрального банка. Скорее всего, зачем-то снова начнем копить валютные резервы, причем даже если нам вернут заблокированные USD 300 млрд. А значит долгосрочный курс рубля будет оставаться намного выше того значения, которое соответствует сбалансированной внешней торговле.

*Экономика не хочет
тормозить*

Предварительные данные и оценки по состоянию российской экономики в начале 2025 года указывают на сохранение позитивной динамики в обрабатывающей промышленности. И даже добывающая промышленность несколько ускорилась.

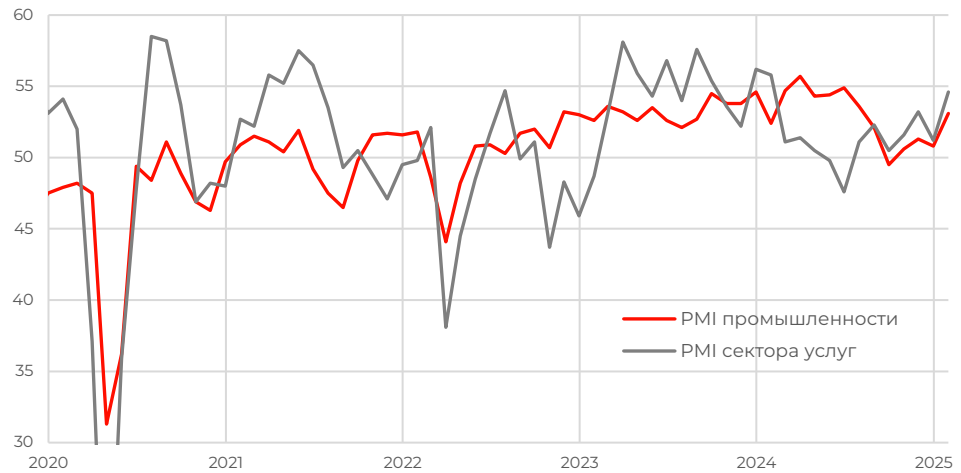
Сейчас общим взглядом на экономику является ее замедление в 2025 году, и первые месяцы года пока этот прогноз не подтверждают. Напомню, что были ожидания замедления роста ВВП в 2024 году, но по текущим оценкам рост составил 4.1% (как и в 2023 году). Не исключено, что и в 2024 году сильного замедления не случится.

Здесь несколько факторов:

- Рост инвестиций в 2022-2024 гг. Большие объемы строительства промышленных мощностей, которые будут заниматься новыми производствами.

- Рост производительности труда. В 2024 году почти не было роста занятости при росте ВВП на 4.1%. Это следствие ввода в строй новых производственных мощностей, закупки оборудования, оптимизации производственных процессов.

Диаграмма. Индекс PMI



Улучшение настроений компаний

Перспективы завершения конфликта, запуск мирного процесса будет иметь сугубо позитивные последствия для реального сектора экономики. Да и для сектора услуг тоже.

Во-первых, возврат в экономику большого числа трудоспособных людей, «занятых» в боевых действиях и их поддержке.

Во-вторых, снижение санкционных рисков, в том числе, для внешних контрагентов, позволит упростить логистику критически важных компонент, деталей, оборудования. Все это упростит задачу запуска и расширения производства.

В-третьих, ресурсы, направляемые на войну, очень пригодятся в мирной жизни. Если правительство сможет активнее стимулировать гражданское импортозамещение, снизить налоги, влияние на экономику будет сугубо позитивным.

Понятно, что встанет вопрос о продолжении форсированного импортозамещения, но опасения, что все развернется обратно, я не разделяю. Данные процессы начали задолго до СВО, санкции его лишь ускорил. Понятно, что мотивация снизится, и процесс может несколько замедлиться, но разворот его назад уже крайне маловероятен.

Даже самый мирный вариант - это не «жили долго и счастливо». А просто начало следующего раунда мирового политического процесса. Текущий раунд показал, что самодостаточность страны – это критически важное преимущество. А значит отказываться от этого направления никто не будет.

Если же переговоры не зададутся, то это может стать поводом для охлаждения деловой активности. Причем как из-за санкционных рисков, так и ослабления рубля, и сохранения жесткой политики ЦБ РФ.

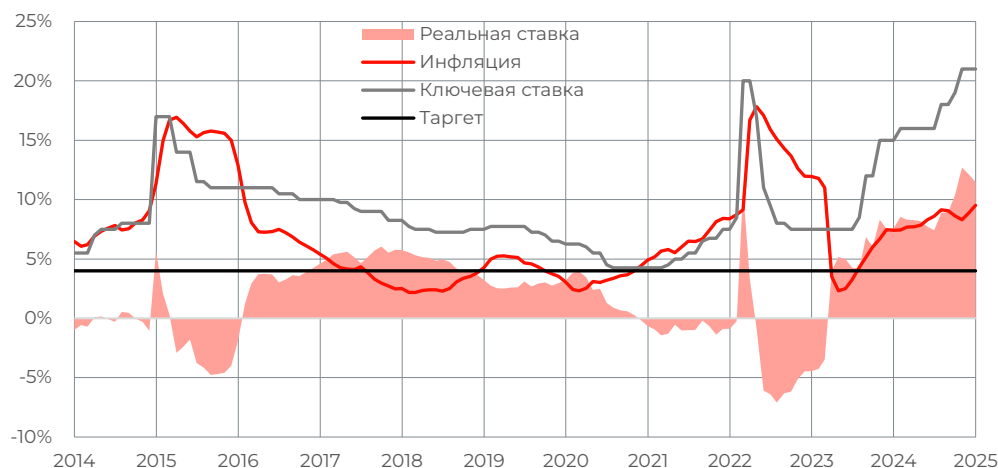
Подарок для ЦБ РФ

Кто действительно должен радоваться благоприятному ходу переговоров, так это ЦБ РФ. К концу прошлого года стало понятно, что высокая ключевая ставка неспособна снизить инфляцию, наоборот, несмотря на рекордно высокий отрыв ставки от

инфляции, экономика даже не замедляется. Что еще важнее, длительный период высоких ставок – это еще и серьезный риск, причем про-инфляционный.

Так, если компании не снижают деловую активность в условиях высоких ставок, то это может означать две вещи. Первое, что они либо закладывают в будущие цены процентные расходы, что означает усиление про-инфляционных эффекта от высоких ставок. Второе, компании берут на себя риск, рассчитывая на снижение ставок в будущем, и если этот риск реализуется, спровоцировав рецессию, то в Российских условиях это вызовет новую волну ослабления рубля и, как следствие, скачок инфляции.

Ключевая ставка и инфляция



Кстати, про рубль. Если вспомнить предысторию вопроса, то переходу к инфляционному таргетированию предшествовала большая работа по ликвидации барьеров движения капитала и финансовых активов, вступление в ВТО, интеграция российской финансовой системы в мировую. Лишь затем произошел переход к плавающему курсу, который при таких вводных чутко реагировал на ставку, усиливая ее эффект на инфляцию и экономику. И это принципиально важно, так как после 2014 года, когда ЦБ РФ перешел к инфляционному таргетированию, ему ни разу не удалось побороть всплеск инфляции без укрепления рубля.

Отказ ЦБ РФ от ухода от плавающего курса может выглядеть сейчас неправильным, так как волатильность рубля сводит на нет все попытки влиять на инфляцию ставкой. С другой стороны, если вспомнить сколько времени и сил ушло на отказ от режима фиксированного курса, а также сохранение надежды на запуск движения капитала с дружественными странами, или снятие санкций, то картина несколько меняется.

Сильное укрепление рубля сейчас может привести к снижению инфляции, что позволит ЦБ РФ перейти к снижению ставки, избежав тем самым, риска спровоцировать рецессию.

Если же переговоры закончатся миром, то исчезнет еще и мощный про-инфляционный фактор, а значит снижение инфляции сможет принять устойчивый характер.

Главное, чтобы ситуация не развернулась в обратную сторону. В этом случае без отказа от «рыночного» подхода к курсу рубля, например, без ограничений на движение капитала или обязательную продажу валютной выручки стабилизировать ситуацию уже не получится.

*Выводы и
рекомендации*

Выход из конфликта для российской экономики может дать очень серьезный импульс для российской экономики:

- Сохранение быстрых темпов роста ВВП
- Крепкий рубль в течение достаточно длительного периода
- Снижение инфляции и ключевой ставки.

Важно понимать, что пока мы видим лишь первую эмоциональную реакцию, которая в разной степени сказалась на стоимости активов. Поэтому взгляд на будущую динамику несколько различается.

- Акции: обозначено лишь направление движения, потенциал реализован лишь частично. При благоприятном ходе переговоров рост будет продолжаться вне зависимости от того, что будет с рублем, инфляцией и даже экономикой.
- Облигации: снижение доходностей возможно при снижении инфляции и смягчении риторики ЦБ РФ. Так что этот сегмент может идти с запаздыванием относительно акций
- Рубль: Сильная эмоциональная реакция. Возможен откат курса вверх даже при благоприятном течении переговоров. В том числе из-за опасений ЦБ РФ и финансовых властей, что неожиданно слишком крепкий рубль может навредить экономике.

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. 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 сделать 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 время подготовки настоящего материала. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты могут не подходить соответствующему клиенту».