

МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



Владимир Брагин
CFA | Директор
по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики

Эмоциональные качели и экономический фундамент. Часть 2. Глобальные рынки

Объявление о введении тарифов на импорт в США привело к резкому снижению цен финансовых активов, причем это распространилось на все крупные площадки. За несколько дней снижение различных индексов составило 10-20%, резко снизились доходности гособлигаций США и Европы. Российский рынок тоже не остался в стороне, индекс Мосбиржи потерял порядка 20% со своих локальных максимумов, но это результат не только торговой войны, но и охлаждения избыточно оптимистичных ожиданий относительно завершения СВО. Как часто и бывает, фундаментальные последствия даже самого жесткого варианта введения тарифов намного слабее того, что ожидают рынки.

*На что реагируют
рынки*

Реакция финансовых рынков на новости о тарифах выглядела абсолютно логично. Повышение торговых барьеров означает рост цен для потребителей, рост цен комплектующих, а значит и рост издержек производства внутри США. Для других стран это потеря рынков сбыта, соответственно снижение ВВП, падение доходов в иностранной валюте. Как следствие, падение доходов компаний, риски дефолтов.

Очень много выходит обзоров по оценкам последствий торговых ограничений, даются разные оценки падения ВВП, роста инфляции и безработицы. Из которых непонятно, зачем создавать такие проблемы для мировой экономики, не говоря уже про экономику США, которая также серьезно пострадает, по крайней мере, на первом этапе.

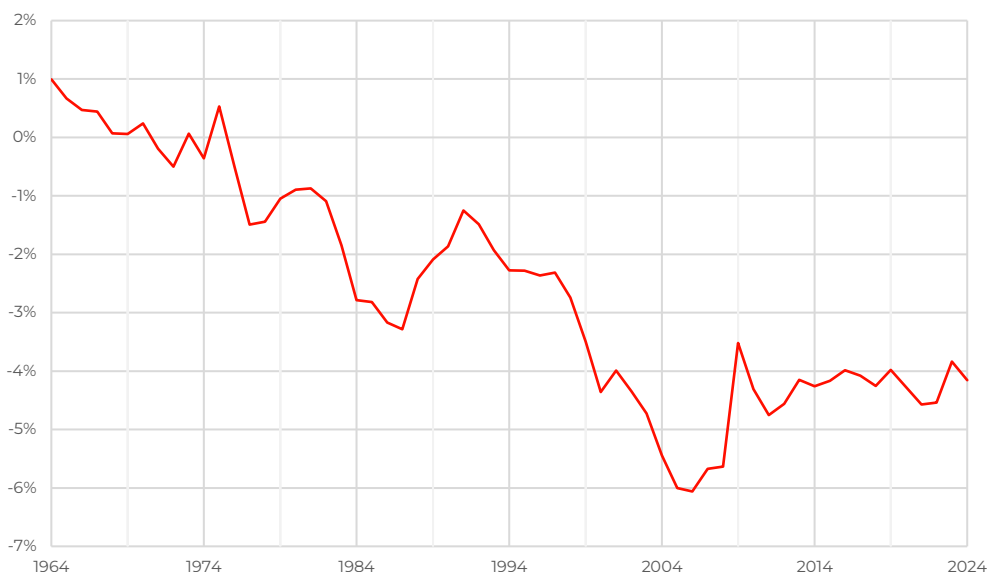
*Мотивация США
для торговой войны*

Торговая война, которую развязывает руководство США, - это, судя по всему, не импульсивное решение. Возможно, это вынужденный шаг, который требуется для того, чтобы не допустить более катастрофического развития событий.

Хронический торговый дефицит США – это результат давно сложившейся системы, когда основной статьей экспорта США является доллар. По сути, все остальные страны долгое время «импортировали» доллары, наполняя ими резервы, под которые осуществлялась денежная эмиссия уже в локальных валютах.

Торговый дефицит в таком формате позволял США поддерживать высочайший уровень жизни несмотря на перенос производств в другие страны. Эти производства, по сути, продолжали работать на благополучие США, используя при этом производственные ресурсы других стран.

Торговый баланс США (% ВВП)



Тем не менее, постепенная потеря позиций в мировой экономике ставит под угрозу дальнейшую жизнеспособность данной модели. Если доллар потеряет значение резервной валюты (а такой процесс уже шел), США окажутся в очень неприятной ситуации: рекордный госдолг, отсутствие самодостаточной экономики, раздутый финансовый сектор.

Отсюда вывод: требуется изменение экономической модели пока на это есть возможность. В первую очередь требуется ре-индустриализация. Инвестиции в развитие производства, обеспечение экономической самодостаточности, решение проблемы торгового дефицита. Данный процесс далеко не безболезненный, и нет никакой гарантии, что в итоге не получится длительного периода стагнации. В этой части болезненная реакция рынка США выглядит вполне оправданно.

Можно провести аналогию с Россией после начала СВО, с поправкой на то, что «санкции» США вводят сами на себя. Сначала, конечно, паника и глубокая просадка рынков, спад деловой активности и инфляция, но затем быстрый рост в обрабатывающей промышленности, запуск импортозамещения, развитие технологий. Получится это у США или нет – покажет время. Но хотя бы «сжечь» часть раздутого госдолга за счет инфляции будет не лишним.

Не исключено, конечно, что повышение импортных тарифов – это лишь приглашение к торгу. В этом случае, возможно, все придет просто к снижению торговых барьеров для товаров из США. Но это не базовый сценарий для всех торговых партнеров. Китай, например, уже отвечает встречными торговыми барьерами.

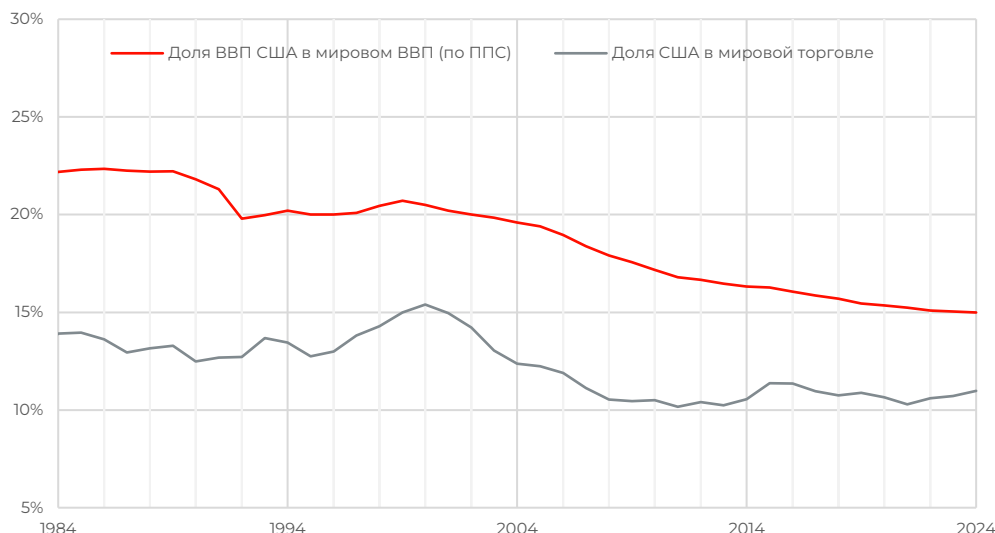
*Прямые
последствия
тарифов для
мировой экономики*

Тем не менее, для мировой экономики в целом, если оценить чисто экономические последствия новых тарифов, апокалиптическая картина не вырисовывается. Возможно, из-за США-центричной картины мира в головах большинства людей, многим кажется, что тарифы поднимаются на все и везде. Но это далеко не так.

По итогам 2024 года на США приходилось около 11% мировой торговли по совокупному торговому обороту стран (8.6% по экспорту и 13.3% по импорту). Доля США в мировом ВВП – 26.5%, но с учетом покупательной способности - 15%.

Отметим, что динамика этих показателей за последние десятилетия негативная. Долю США в мировом ВВП и торговле забирает Китай, Индия и другие быстро растущие экономики. В том числе, кстати, и Россия. Очевидно, что введение тарифов со стороны США и ответные действия их торговых партнеров приведут к ускорению этих процессов.

Диаграмма. Доля США в мировой торговле и ВВП



В первом приближении получаем, что введение тарифов затронет 11% мировой торговли (если считать по сумме импорта стран) или около 3% мирового ВВП. Если в результате пошлин импорт США снизится 25% (торговый дефицит станет нулевым), влияние на мировой ВВП составит в первом приближении 0.75%.

Скорее всего, впрочем, потери будут намного меньше.

Адаптация мировой экономики и торговли

Торговая война пока включает в себя США и ее торговых партнеров, которые будут предпринимать ответные действия. Это не та ситуация, когда все страны включают протекционизм, разрушая все цепочки создания стоимости. Подавляющее большинство существующих в мире торговых потоков данными проблемами не затронуты.

Отсюда несколько следствий:

1. Непосредственные издержки для мировой экономики из-за торговой войны относительно невысоки, они не приведут к рецессии в мировой экономике.
2. Часть экспорта в США будет переориентирована на другие страны. Это еще сильнее уменьшит влияние тарифов. Россия где произошло радикальное изменение географической структуры экспорта и импорта – яркий тому пример.
3. Часть торговли пойдет по направлениям, которые позволят избежать повышенных тарифов. Например, через страны с низкими тарифами.
4. Снижение интенсивности торговли с США может привести к снижению стоимости логистики (стоимость фрахта), что облегчит изменения в географии торговых потоков, снизив негативные последствия для торговых партнеров США

Всегда будет вопрос о скорости адаптации мировой экономики к новым условиям. Но, как показал опыт «ковида», санкций против России, перекрытий отдельных

торговых маршрутов, адаптивность мировой экономики достаточно высока чтобы избежать долговременных негативных последствий.

*Неоднородность
адаптации*

Очевидно, разные регионы будут иметь разную скорость и «цену» адаптации. Европейская экономика – в числе явных аутсайдеров. Китай, хотя и оказался в центре внимания, имеет больше шансов избежать серьезных последствий из-за возможностей противодействовать давлению. Российская экономика, уже находясь под санкциями, получит удар только через косвенные механизмы, например, снижение цен на нефть.

С другой стороны, есть вероятность, что страны, выбравшие конфронтацию с США по поводу торговых вопросов, будут спокойнее относиться и к риску вторичных санкций из-за торговли с Россией. И это может упростить как импорт комплектующих, так и производственного оборудования.

*Влияние на
инвестиционные
потоки*

Сейчас мы наблюдаем классический «risk-off»: продажу рискованных активов и бегство в защитные инструменты. Также, очевидно, американские инвесторы вытаскивают деньги с периферийных рынков, что усиливает снижение.

Одними из наиболее пострадавшими оказались индексы Китая, Shanghai Composite потерял 13.2% за день, SSE – 7.3% (разница обусловлена тем, что в первом индексе больше нерезидентов). Объясняется это, в том числе, позицией китайских властей, которые готовы вводить встречные ограничения. Здесь страх инвесторов также понятен: торговая война легко выходит за рамки тарифов, начинают включаться ограничения на финансовые операции, санкции и пр. Поэтому оптимизм, который начал формироваться у инвесторов в отношении Китая, быстро растворился.

На фоне снижения доходностей казначейских облигаций резко выросли доходности еврооблигаций развивающихся рынков. Это не столько показатель роста вероятности кредитных событий, сколько тот же процесс бегства от риска. Впрочем, для некоторых стран южной Америки торговая война может действительно создать проблемы с валютной выручкой.

Цены на нефть серьезно скорректировались. Опять же из-за опасения снижения деловой активности в мире. При этом исторически потребление нефти от ВВП зависит не столько сильно. Гораздо важнее фактор ОПЕК+, ее способность договариваться по поводу объемов добычи. Если не случится кризиса наподобие 2008 года или глобальных карантинных ограничений, снижения потребления нефти я бы не ожидал. А значит и снижение цен на нефть не будет продолжительным.

*Российский
финансовый рынок*

Российские индексы скорректировались, не избежали глобальной коррекции. Причем это касается и акций, и облигаций. Но вот рубль почему-то избежал такой участи, что странно, особенно с учетом снижения цен на нефть (цена барреля Brent опускалась ниже USD 63).

Видимо, есть причина, по которой участники рынка не готовы ставить на ослабление рубля. Предположу, что это связано с соображением о том, что без стабильного рубля инфляция не снизится, а значит высока вероятность активных (пусть и негласных) действий властей в этом направлении. Текущие цены на нефть обеспечивают торговый профицит, а бюджет, перевыполняя план по нефтегазовым доходам, спокойнее относится к снижению поступлений, прямо зависящих от слабости рубля и цен на нефть. Поэтому рубль имеет право на то, чтобы оставаться относительно крепким.

*Выводы и
рекомендации*

1. Мы опять видим эмоциональные качели. Инвесторы воспринимают первые последствия введения торговых ограничений как окончательные, игнорируя адаптацию мировой экономики и торговли.
2. Объем торговых потоков, затронутых тарифами, составляет малую часть мировой торговли, поэтому даже прямые последствия могут оказаться не столь заметными. Также не забываем про возможности адаптации экономики к новым условиям, ее рынки всегда недооценивают.
3. Для экономики США и рынка акций текущие действия администрации – шанс избежать гораздо более негативного сценария на длинном горизонте. Поэтому, как это ни парадоксально, долгосрочные риски для рынка акций США снизились.
4. Глобальные инфляционные риски повышаются. Это повод не торопиться с покупкой номинальных активов (облигаций) и обратить внимание на акции (несмотря на снижение) и товарные активы, в том числе золото, платину, палладий.
5. Коррекция в российских активах фундаментально может быть обусловлена разве что снижением цен на нефть. Плюс разочарование явно нескорым завершением СВО, в том числе, из-за смещения внимания администрации США на вопросы глобальной торговли.
6. Иностраных инвесторов, которые могли бы распродавать активы и выводить деньги сейчас нет, что позволяет рублю спокойнее переносить нестабильность на рынках. Также может играть роль ослабление фактора риска вторичных санкций для торговых партнеров России.
7. Коррекция цен на нефть явно отразится в ближайших решениях ОПЕК+. Вряд ли на этом фоне стоит ожидать увеличения добычи. Все-таки цена нефти для экспортеров – вопрос болезненный.

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