

МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



Владимир Брагин
CFA | Директор
по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики

Момент истины для ЦБ РФ

Данные по промышленному производству и экономической активности говорят о том, что рост российской экономики в 1 квартале начал ощутимо замедляться. Отчасти это можно списать на календарный фактор (прошлый год был високосным), отчасти – на эффект повышения налогов с начала года (компаниям было выгодно перенести активность на декабрь). Но даже с учетом этих факторов можно констатировать, что сверхжесткая политика ЦБ РФ все-таки запустила один из элементов трансмиссионного механизма – охлаждение совокупного спроса. Все это происходило на фоне крепкого рубля, который не только снизил стоимость импорта, но и мог оказать охлаждающее влияние на экономику.

В чем проявляется замедление

По оценкам ЦБ РФ рост ВВП в 1 кв. 2025 года составил 2.0% , по оценке Росстата рост еще ниже, около 1.4%. Серьезное замедление после +4.5% в 4 кв. 2024. По некоторым оценкам, если определенным образом учесть сезонность, то в 1 кв. 2025 г. ВВП можно рассмотреть даже снижение ВВП в 1 квартале.

Рост обрабатывающей промышленности в 1 кв. составил 4.7% год к году, это минимальный рост за последние 2 года. Ожидания также ухудшились. Индекс предпринимательской уверенности в обрабатывающей промышленности снизился до 1.9 в апреле, это минимальное значение с начала 2023 года.

ВВП и рост обрабатывающей промышленности



Безработица при этом остается рекордно низкой, так что говорить о полноценном циклическом замедлении рановато. Тем не менее, охлаждение деловой активности должно замедлить рост заработных плат, что оказывает де-инфляционный эффект. Так что первое звено трансмиссионного механизма, очевидно, включилось, хотя для этого ЦБ РФ и потребовалось рекордное повышение ключевой ставки.

Снижение инфляции

В первые недели мая снижение инфляции стало достаточно заметным. Если в мае 2024 года среднесуточный рост цен составлял 0.024% в день, то в этом году с начала месяца фиксируется 0.007%. Это может означать, что 12-месячная инфляция в марте-апреле достигла своего пика в районе 10.3%, и если рост цен во второй половине мая не ускорится, то по итогу мы можем увидеть 9.3-9.6%.

Годовая инфляция и прогноз прогноз на май



Если прогнозы по маю подтвердятся, то это, если и не приведет к снижению ключевой ставки ЦБ РФ на ближайшем заседании, то ожидания рынка станут более уверенными в скором развороте траектории ключевой ставки вниз. А значит стоит ожидать и снижения доходностей по корпоративным облигациям, причем как через базовые доходности, так и через сужение кредитных спредов.

Благоприятный валютный курс

Много раз повторяли, крепкий рубль – это сильнейший де-инфляционный фактор. ЦБ РФ с 2014 года, когда состоялся переход к плавающему курсу, никогда не добивался устойчивого снижения инфляции без укрепления рубля. И текущая ситуация – не исключение.

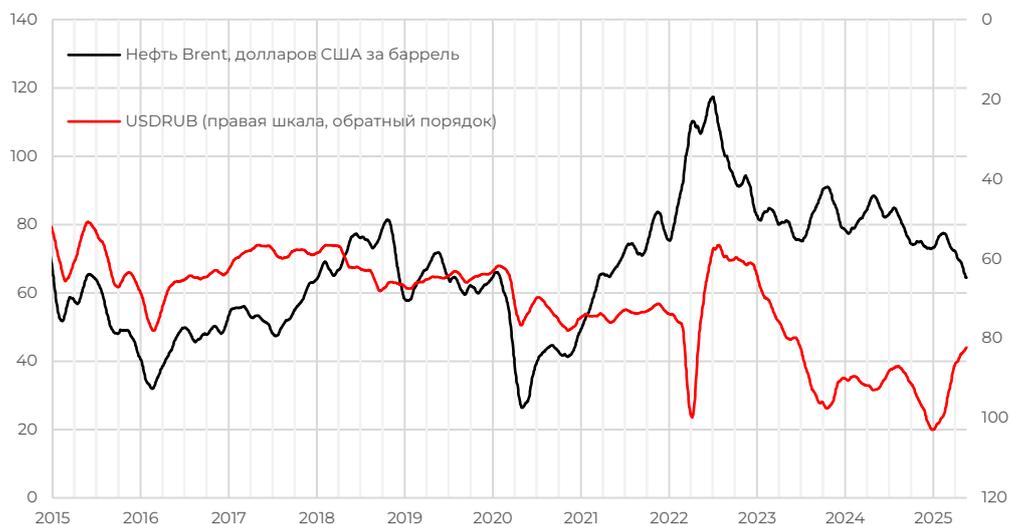
Важно отметить, что крепкий рубль работает не только через снижение стоимости импорта, но и через охлаждение экономики. При этом оно может быть более эффективным чем ставка. Например, усиление конкуренции с импортом не только ограничивает рост выпуска, но и не позволяет компаниям переносить возросшие издержки на потребителей, как это может происходить при росте ставок.

Оценить соотношение фактора крепкого рубля и высокой ставки можно будет позже. Тем не менее, должно быть очевидно, что есть серьезный риск, что ослабление рубля, если случится, то «помножит на ноль» все усилия ЦБ РФ по снижению инфляции.

*От чего зависит
курс рубля*

Судя по прогнозам участников рынка, отношение инвесторов к крепкому рублю, как минимум, настороженное. В первую очередь, это связано с относительно низкими ценами на нефть и снижением физических объемов экспорта, а значит и экспортных доходов. Также упоминается и снижение нефтегазовых доходов бюджета. Исходя из этого делается вывод о том, что курс рубля должен снова быть выше USDRUB 100.

Цены на нефть и рубль (30 дневные средние)



На наш взгляд, рынок сильно недооценивает другие факторы. Среди них - снижение спроса на иностранные активы, а также потребности в иностранной валюте для обслуживания и погашения внешнего долга. Если происходит снижение объемов вывоза капитала, то снижается и размер профицита внешней торговли, обеспечивающий стабильность курса рубля.

Также изменилась и скорость влияния цен на нефть на курс рубля. Если до СВО рост цен на нефть приводил к притоку капитала, что и укрепляло рубль до того, как на рынок начинала поступать дополнительная валютная выручка, то сейчас реакция растягивается дольше во времени.

Что касается бюджета, то пока мы видим, что рост ненефтегазовых доходов оказывается существенно выше прогнозов, что во многом компенсирует выпадение нефтегазовых доходов.

Естественно, не следует списывать и краткосрочные факторы, которые могут оказывать сильнейшее влияние на курс. Например, ослабление рубля в конце 2024 года – это прямой результат страхов возникновения критических проблем с трансграничными платежами из-за новых санкций. Судя по всему, компании формировали запасы валюты на внешних счетах на этот случай.

С другой стороны, когда процесс остановился, курс рубля быстро покатился вниз. Это уже история первых месяцев этого года.

*Рекордные чистые
ошибки и пропуски*

Риски для рубля – это не только про настроения инвесторов. Но еще и про сложности с оценкой структуры платежей.

В отчетах платежного баланса всегда содержится статья «чистые ошибки и пропуски». Это балансирующая статья, которая сводит баланс «в ноль». Так как компоненты платежного баланса формируются на основе статистической

информации из различных источников, в ней содержатся ошибки и искажения из-за которых никогда не получается добиться идеальной точности.

По итогам 4 мес. 2025 г. чистые ошибки и пропуски составили -14.8 млрд долларов США. Сюда могут входить: неучтенный импорт, неучтенные покупки иностранных активов и валюты, скрытые погашения внешних обязательств, доходы, выплаченные за рубеж, купленные услуги из-за рубежа, не попавшие в отчетность. Грубо говоря, эта сумма всех неучтенных притоков валюты в Россию за вычетом неучтенных оттоков. И «минус» означает, что неучтенных оттоков значительно больше.

Такой «минус» по ошибкам и пропускам – рекордный, причем не за 4 мес., а за год. И говорит это о серьезном ухудшении качества данных по платежному балансу. Большой же «минус» по этой статье - это «плюс» для рубля, так как если ему удастся укрепляться при таком неучтенном оттоке валюты, то что будет, если этот отток уменьшится или вообще развернется в обратном направлении?

Что дальше?

Если учесть, что ЦБ РФ живет не в вакууме, и рост экономики из внутри- и внешнеполитических соображений не менее важен, чем инфляция, то легко заметить, что из четырех вариантов развития событий (динамика ставки и курса рубля), приемлемых для регулятора очень немного. И во всех случаях требуется крепкий рубль.

Удерживать высокую ставку при слабом рубле. Скорее всего, это приведет к тому, что инфляция начнет снова расти вслед за курсом, а значит доверие к денежно-кредитной политике ЦБ РФ будет слабеть. При этом сохраняются и риски рецессии, и вот сочетание роста инфляции и рецессии – самый плохой вариант для регулятора.

Удерживать высокую ставку при крепком рубле. Риск рецессии самый высокий, и снижения инфляции до целевого значения может наступить очень быстро. Путь опасный, но позволяющий ЦБ РФ быстро объявить победу над инфляцией

Снижать ставку при слабом рубле. Означает спровоцировать ускорение роста цен, по сути, регулятор подписывает капитуляцию перед инфляцией. Пожалуй, самый невероятный сценарий из всех возможных. ЦБ РФ будет противиться ему всеми возможными способами.

Снижать ставку при крепком рубле. Если крепкий рубль обеспечит снижение инфляции, снижение ставки может уменьшить риски рецессии и обширных финансовых проблем. Возможно, самый хороший сценарий для ЦБ РФ.

*Выводы и
рекомендации*

1. Снижение инфляции может принять устойчивый характер. Сочетание крепкого рубля и высокой ключевой ставки, похоже, включило трансмиссионный механизм.
2. Выход данных по инфляции за май должны усилить ожидания скорого снижения ключевой ставки ЦБ РФ. Более того, если охлаждение экономики усилится, регулятору придется действовать быстрее, чем ожидает рынок, так как рецессия, подорвав доверие к рублю, вызовет его ослабление, а затем и всплеск инфляции.
3. Укрепление рубля – результат изменений в структуре платежного баланса, в частности, снижении спроса на валюту для покупки иностранных активов, поэтому для стабильности рубля достаточно более скромных цен на нефть.
4. Из всех вариантов развития событий приемлемыми для ЦБ РФ остается только вариант крепкого рубля. В случае устойчивого ослабления национальной валюты ЦБ РФ рискует не только получить сочетание рецессии и роста инфляции, но и лишиться кредита доверия со стороны инвесторов.

5. Усиление ожиданий снижения ключевой ставки – повод обратить внимание на корпоративные облигации. Ожидается не только снижение базовых доходностей (ОФЗ), но и сужение кредитных спредов из-за снижения рисков, связанных с высокими ставками.
6. Сценарий крепкого рубля – неблагоприятный для экспортеров, зато может поддержать несырьевые сектора за счет снижения стоимости импорта оборудования и комплектующих.

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. Упомянутые финансовые инструменты могут не подходить соответствующему клиенту».