



КЛЮЧЕВЫЕ СОБЫТИЯ

- ⇒ Д. Трамп подписал указ о введении «взаимных» пошлин: представляется неизбежным ускорение инфляции не только в США, но и основных странах – партнерах.
- ⇒ Банк России опубликовал резюме ключевой ставки, а также сделал несколько заявлений: мы подтвердили наше мнение, что в апреле в самом оптимистичном сценарии на заседании Банка России максимум будет смягчение сигнала, ставка снижена не будет.
- ⇒ США ввели новые «минимальные» санкции против России: 4 физ. лица, 3 юр. лица и одно судно.
- ⇒ Минфин разместил 33.1 млрд руб. через ОФЗ-фикс на традиционном аукционе в среду.
- ⇒ Недельная инфляция в России с 25 по 31 марта составила 0.20%, накопленная инфляция с начала года 2.61%.
- ⇒ Безработица в России осталась на уровне 2.4%.

	Изменения		
	4 апр	28 мар	31 дек
USDRUB cbr	84.4	1%	-17%
EURRUB cbr	93.2	3%	-12%
CNYRUB moex	11.5	0%	-14%
Gold	3 112.9	1%	19%
Brent	70.1	-5%	-6%
Steel	436.5	-1%	-4%
Gaz	455.6	-1%	-16%
MOEX	2 806.7	-7%	-3%
RTSI	1 049.1	-8%	17%
S&P500	5 396.5	-4%	-8%
ОФЗ (RGBITR)	625.8	-2%	4%
Корп обл (RUCBTRNS)	161.1	0%	6%
Корп обл CNY (RUCNYTR)	96.3	1%	4%
BTC	82 956.3	-5%	-11%

ТЕМА НЕДЕЛИ: ЧТО НОВОГО СКАЗАЛ БАНК РОССИИ И КАК ПОШЛИНЫ ТРАМПА ПОГУТ ПОВЛИЯТЬ НА РЕШЕНИЕ БАНКА РОССИИ В АПРЕЛЕ ?

2 апреля Банк России выпустил Резюме обсуждения ключевой ставки. Этот документ призван детальнее раскрыть логику принятия Банком России решения о сохранении ключевой ставке на уровне 21% на заседании 21 марта. Остановимся на нескольких моментах.

1. **Инфляция:** несмотря на снижение инфляционного давления (остающегося пока высоким), Банк России обращает внимание, что динамика компонент инфляции заметно различалась: при замедлившемся росте цен на продовольствие, инфляция услуг и непрод. товаров оставалась высокой. Кроме того, Банк России указывает, что плодоовощная продукция подешевела с начала года в т.ч. под влиянием укрепления рубля: некоторые участники дискуссии посчитали этот фактор определяющим. Вывод Банка России – «нужно больше времени, чтобы точнее оценить устойчивую составляющую снижения инфляции» – подтверждает наше мнение о том, что для принятия Банком России решения о снижении ставки а) должно быть видно снижение инфляции по всем компонентам и б) это должно стать результатом долгосрочных, а не разовых факторов. Несколько «неделек», показывающих снижение инфляции в условиях очень сильного курса рубля явно не станут аргументом для Банка России.

2. **Экономика:** Банк России подтвердил, что в 1 кв. 2025 экономика растет более умеренными темпами, чем ранее. Расширение внутреннего спроса также замедляется (о сужении речь не идет даже близко!).

3. **Рынок труда** остается жестким, хотя и действительно

	Инфляция	Ключ. ставка	Реальная ставка
США	2.8%	4.50%	1.7%
Германия	2.2%	2.65%	0.5%
Франция	0.8%	2.65%	1.9%
Великобритания	2.8%	4.50%	1.7%
Япония	3.7%	0.50%	-3.2%
Россия	10.1%	21.00%	10.9%
Бразилия	5.1%	14.25%	9.2%
Мексика	3.8%	9.00%	5.2%
Турция	38.1%	42.50%	4.4%
ЮАР	3.2%	7.50%	4.3%
Китай	-0.7%	3.10%	3.8%
Индия	3.6%	6.25%	2.6%
Евროзона	2.2%	2.65%	0.5%

появляются небольшие признаки снижения напряженности. При это Банк России явно осторожен в оценках: нельзя однозначно сказать, в какой мере снижение дефицита кадров, числа вакансий и ряда других показателей влияют на динамику зарплат.

4. **Бюджет:** исполнение заявленных параметров бюджета остается, на наш взгляд, одним из главных рисков для Банка России. Несмотря на выделенный жирным тезис, что «нормализации бюджетной политики ... должна стать важным дезинфляционным фактором», Банк России указывает, что «некоторые участники обсуждения выразили обеспокоенность по поводу будущей динамики бюджетных расходов и доходов, учитывая в том числе текущую ценовую конъюнктуру на сырьевых рынках». С учетом текущего тренда на снижение стоимости нефти, отсутствия сигналов о возможности снижения расходов на оборону и опыте предыдущих лет, мы полагаем вероятность корректировки параметров бюджетного дефицита весьма высокой.

5. **С денежно-кредитными условиями** все движется более-менее «по плану»: хотя мнения по поводу изменения денежно-кредитных условий разделились, все участники согласились, что в целом они сохраняют необходимую для дезинфляции жесткость.

6. **Рубль:** Банк России четко обозначил, что текущее укрепление рубля (основной фактор замедления инфляции!) пока нельзя рассматривать как устойчивое. Кроме того, не было единого мнения о причинах снижения импорта в условиях укрепления рубля (и, очевидно, это также не рассматривалось как устойчивый фактор).

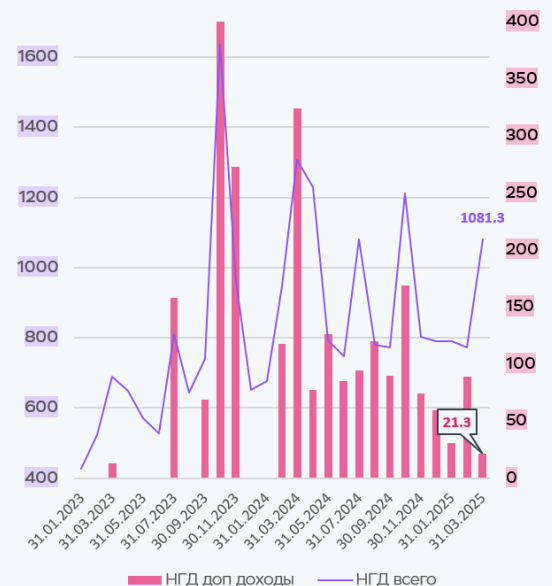
Мы полностью согласны с этим тезисом полагая, что де-факто сейчас может образовываться эффект «переноса» инфляции: оставаясь часть 2025 года сниженной, инфляция может резко вырасти в 2026 году, что явно противоречит планам Банка России по достижению 4% в 2026 г.

7. **Пошлины Д. Трампа:** хотя Резюме было выпущено до ввода Д. Трампом пошлин в отношении практически всех стран, Банк России абсолютно справедливо полагает, что взаимный ввод пошлин и тарифов со стороны США и остальных стран увеличивает риски замедления роста экономик (в т.ч. и российской) и ускорения инфляции (в т.ч. и российской!). Феномен «переноса» инфляции из одной страны в другую широко изучен в научной литературе и подтверждает опасения Банка России. Сложно сказать, насколько долго продержатся введенные США на этой неделе пошлины, однако мы полагаем, что даже при отмене части из них инфляция в США вырастет, что через динамику курсов повлияет и на Россию.

8. **Высказывания первых лиц Банка России:** на неделе Набиуллина Э.С. и Заботкин А.Б. представили Годовой отчет Банка России в ГД РФ, сохраняя жесткую риторику: «на столе все еще [остается] повышение ставки, если, как и в прошлом году, реализуются инфляционные риски» ...

ЧТО В ИТОГЕ: мы сохраняем наш прогноз по ключевой ставке, что в апреле в лучшем случае может быть смягчен сигнал, сама ставка останется неизменной, может быть немного изменен прогноз по инфляции на конец года (хотя вряд ли). В среднесрочной перспективе, если не случится значимых неожиданных (проинфляционных) событий, мы полагаем что приступить к снижению ставки Банк России сможет, скорее всего, не ранее опорного заседания в июле.

Нефтегазовые доходы: всего и превышение над планом (млрд руб)



ИНОСТРАННЫЕ ЭКОНОМИКИ

Инфляция в Германии за март по предварительным данным составила 0.3% (м/м) (или 3.6% годовых) и 2.2% (г/г) – это совпало с ожиданиями рынка и пока на ней не сказались новые пошлины США. Инфляция по Еврозоне в целом составила 0.6% (м/м) и 2.2% (г/г).

Уровень безработицы в Еврозоне снизился на 0.1 п.п. до 6.2%.

Число открытых вакансий на рынке труда США (JOLTS) за февраль составило 7.568 млн вакансий (-2.4%), что даже несколько ниже прогноза и выше уровней 2018-19 гг. (перед предыдущей рецессией).

ТОВАРНЫЙ РЫНОК

Нефть резко упала в цене до 64.8 долл./барр на фоне введенных Д. Трампом «взаимных» пошлин. Кроме того, в среду прошло заседание ОПЕК+, где страны договорились об увеличении в мае объемы производства на 411 тыс./барр в сутки, что соответствует трем ежемесячным повышениям. Квота для России на этот месяц повышена с запланированных ранее 9,03 до 9,08 млн барр/сутки. МинЭк оценил средний уровень цен Юралз в марте в 58.99 долл./барр.(при среднем уровне Brent в марте на уровне 70.8 долл./барр) – скидка примерно в 10 долларов остается стабильной.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК И ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Российский долговой рынок снижался всю неделю и по итогу недели индекс ОФЗ (RGBITR) снизился на 0.8%, индекс корп. бумаг (RUCBTRNS) остался на уровне закрытия прошлой недели.

Кривая ОФЗ в среднем и дальнем конце выросла на 40 б.п., что обусловлено как введенными США «взаимными» пошлинами в отношении остального мира, так и жесткой риторикой представителей Центрального Банка. Распродажи в дальнем конце, по всей видимости, отражают снижение оптимизма участников рынка на скорое снижение ключевой ставки и разрешение конфликта.

Спред RUONIA и ключевой ставки за неделю практически не менялся, оставаясь на уровне 50 б.п. Профицит ликвидности в банковском секторе был на уровне 1.2 трлн руб., при этом Федеральное Казначейство после зачисления в прошлую пятницу на депозиты более 2 трлн руб. за эту неделю изъяло 874 млн. руб.

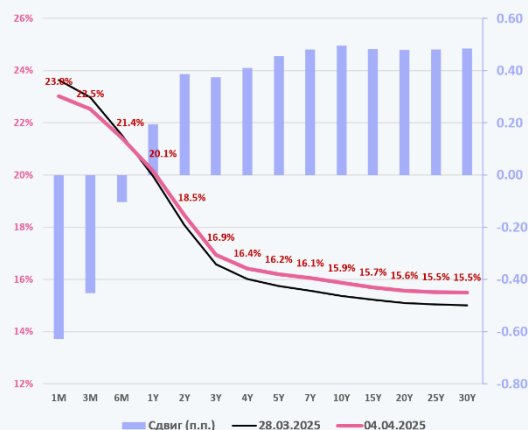
Ставки кредитования в юанях оставались около нуля (закончив на неделе на значении -0.2%).

РАЗМЕЩЕНИЯ МИНФИНА

На неделе Минфин провел размещение только одного ОФЗ-фикс 26247 (май 2039). Было размещено 33.16 млрд по номиналу, выручка составила 29.2 млрд руб. Средневзвешенная доходность составила 15.60%, цена – 83.85%. Дисконт к рыночной цене составил 20 б.п. к моменту начала ввода заявок и 7 б.п. в момент отсечения.

Во II кв. 2025 года Минфин планирует разместить ОФЗ в объеме 1.3 трлн руб. (по номиналу), запланировано 13 аукционов. Соответственно, план на II кв. выполнен на 2.6%, годовой – на 30.0%.

Сдвиг кривой ОФЗ за неделю



Размещения Минфина, млрд руб.

План на 2025:

валовое привлечение:	4 781
погашения:	1 416
чистое привлечение:	3 365

Факт на 2025:

Размещено:	1436
------------	------



ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Минфин раскрыл информацию о нефтегазовых доходах за март (НГД составили 1.02 трлн руб., превышение фактически полученных доходов над базовыми составило 21.3 млрд руб.) и объемы продажи валюты: с 7 апреля по 12 мая ежедневный объем продаж составил 1.6 млрд руб. С учетом этих продаж в рамках бюджетного правила итоговые продажи валюты со стороны Банка России на валютном рынке составят примерно 10.5 млрд руб./день (+4.5 млрд руб. в день по сравнению с мартом).

Таким образом, продажи Банка России составят около 5-10% дневного оборота на валютном рынке и смогут оказать определенную поддержку рублю.

На неделе курс рубль/доллар оставался ниже 87, однако в пятницу завершил день (и неделю) резким ростом до 88.25 (+1.5%) (1-дн. фьючерс с автопрोलонгацией USDRUBF). Июньский фьючерс торгуется за 91 руб./долл. Индекс доллара снизился на 1.5% до 102.5 п.

ГЛАВНОЕ НА СЛЕДУЮЩУЮ НЕДЕЛЮ

07.апр	Германия	Индекс пром. производства (фев'25) и сальдо торгового баланса (март'25)
09.апр	Индия	Решение по процентной ставке
	Россия	ВВП IV кв. 2025 (предв)
10.апр	Китай	Инфляция, март'25
	США	Инфляция, март'25
11.апр	Великобритания	ВВП (фев'25), объем пром. производства (фев'25), сальдо торг. баланса (фев'25)
	Германия, Испания, Индия	Инфляция, март'25
		Инфляция, март'25
	Россия	Оценка платежного баланса (март'25)

Aleksandr.Ivanov@ingosinvest.ru