

## МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



**Владимир Брагин**  
CFA | Директор  
по анализу  
финансовых рынков  
и макроэкономики

### Сценарии «бескризисного» сжатия экономик

Мрачные прогнозы на ближайшее будущее стали уже вполне привычными. Ожидается замедление роста экономики, в первую очередь, США и Европы, также есть вопросы к Китаю и другим странам. Да и от российской экономики в следующем году большинство аналитиков не ждет возврата к положительным темпам роста. Сложно оспаривать сценарий слабой динамики ВВП, но вот сценарий финансово-экономического кризиса, на мой взгляд, не является predetermined. Этот год на примере российской экономики показал, что недооцениваются внутренние резервы и возможности адаптации к новым условиям. И если уж российская экономика сдержала удар в 2022 году, почему мы не допускаем аналогичного развития событий в других странах? Тем более, что такие возможности есть.

*Первичные  
шоки и  
вторичные  
эффекты*

Настоящие проблемы в экономике начинаются не в тот момент, когда она сталкивается с негативным внешним влиянием, а когда это запускает каскад внутренних процессов, усиливающих исходную проблему и создающих новые. Примером может служить кризис 2008 года, когда падение цен на нефть и активные интервенции ЦБ РФ вызвали дефицит ликвидности, который в итоге обернулся остановкой рынка РЕПО, что в свою очередь парализовало банковское кредитование. А это уже привело к дефолтам компаний реального сектора, банкротствам, снижению ВВП.

Обратите внимание, что подобного НЕ случилось, например, в 2020 году. Мощнейший экономический шок в результате пандемии COVID-19 в форме принудительной остановки деятельности и экономической активности в довольно широком круге отраслей, сложности с трансграничной торговлей не привели к продолжительным проблемам в подавляющем большинстве стран. Причина – активное купирование вторичных эффектов. Напомним, в 2020 году редкие правительства скупались на фискальные и монетарные стимулы.

Основной вопрос сейчас в том, будут ли серьезные вторичные последствия от всех последних негативных событий. Санкции, ускорение инфляции, нарушение цепочек создания добавленной стоимости, ужесточение монетарной политики и т.п. – это все пока оказывает в основном первичные эффекты. Вопрос в том, как быстро экономика и рынки смогут адаптироваться к новым реалиям, и есть шанс на то, что во многих случаях продолжительных проблем удастся избежать.

*США:  
рецессия*

В этом году экономика США снижалась два квартала подряд, что можно формально трактовать как рецессию. Правда, с одной важной оговоркой: снижение наблюдалось при принятом в США расчете динамики ВВП как «квартал к кварталу в переводе в годовые темпы». Если рассчитывать ВВП так, как это принято во всем остальном мире «год к году», то есть рост

или мягкая  
посадка

относительно аналогичного квартала прошлого года, то никакой рецессии в этом году в США не было даже близко.

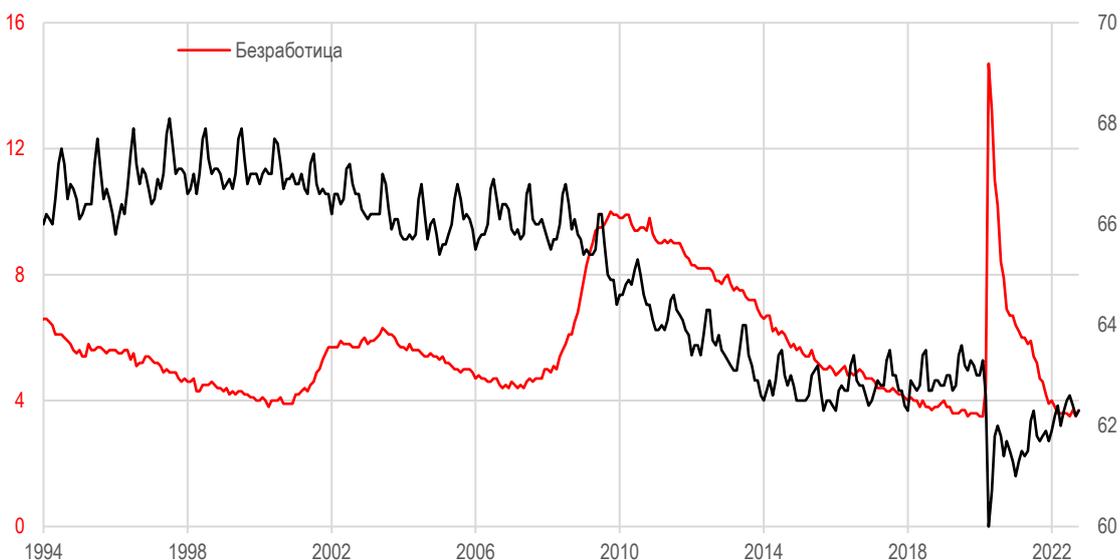
*Рост ВВП США (год к году, квартальный)*



Безработица в США оставалась низкой и по последним данным составляет всего 3.7%, что соответствует крайне низким по историческим меркам уровням. Обычно при таком состоянии рынка труда рост экономики естественным образом замедляется, так как исчерпывается возможность роста занятости. Об этом мы писали в нашем прогнозе, и это наблюдаем сейчас.

С другой стороны, остается резерв в виде возможности увеличения экономической активности (Labor Force Participation), которая так и не восстановилась после просадки 2020 года. Суть в том, что часть людей, потерявших работу, ушла в «неактивное» население, перестав считаться безработными. Тем не менее, в условиях низкой безработицы компании активизируют привлечение новых сотрудников, что способствует возврату таких людей на рынок труда.

*Безработица и экономическая активность в США*



Инфляция выглядит проблемой для США с той точки зрения, что ФРС приходится повышать ставку. Не факт, что нынешние темпы ужесточения политики будут достаточны для быстрого возврата ее в норму (к целевому значению 2%). К тому же есть большой вопрос в необходимости ее форсированного снижения в нынешних условиях.

Во-первых, инфляция в условиях рекордной суверенной долговой нагрузки - отличный способ ее снизить. Рост ВВП пока остается положительным, причем измеряется он в физических объемах, то есть уже с очисткой от роста цен. А вот долг – это в основном номинальная величина. То, что мы сейчас видим, - это инфляционное сжигание долга. Причем «горит» не только суверенный долг, но и долг компаний и населения. Кстати, обесценение сбережений из-за инфляции также способствует переходу людей из экономически неактивного населения в число рабочей силы. Так что до какого-то момента высокая инфляция несет очень много пользы.

#### Инфляция в США и ключевая ставка ФРС



Во-вторых, повышение ставки ФРС в текущих условиях требовалось бы и без ускорения инфляции. Крайне низкая безработица – очевидный сигнал рисков перегрева экономики, что требует ужесточения политики. В противном случае экономика очень быстро может проскочить точку пика цикла и уйти в рецессию. Поэтому ужесточение политики ФРС, помимо торможения роста и экономической активности, а также давления на фондовые рынки, направлено, в первую очередь, на снижение средне- и долгосрочных макроэкономических рисков. Это особенно важно понимать при оценке перспектив реальных активов, в частности акций. При сценарии мягкой посадки и с учетом ускорившейся инфляции прошедшая просадка рынка может быть уже избыточной.

Напомню, что акции компаний относятся к реальным активам, которые склонны расти в цене при повышении общего уровня цен в экономике. Особенно это ярко проявляется в условиях очень высокой инфляции, как например, сейчас в Турции, где местный индекс акций с начала года вырос более чем на 150% на фоне сильного ускорения инфляции.

*Европа:  
мощный  
внешний  
шок, но  
пока без  
вторичных  
эффектов*

Ситуация в Европейской экономике выглядит намного сложнее, чем в других местах мира. Дефицит энергоресурсов и инфляция, вызванная ростом цен на энергоносители, а также ожидания снижения промышленного производства в случае, если не удастся полноценно заменить российские поставки газа и нефти. По всем параметрам ситуация в европейской экономике сейчас гораздо хуже, чем в США, и риски значительно выше.

С другой стороны, есть и что-то общее с ситуацией 2020 года в том смысле, что тогда тоже сильное снижение ВВП было обусловлено внешними (относительно экономики) причинами – карантинными ограничениями. Что еще важнее, пока мы не видим эффектов второго порядка, таких как массовые проблемы у банков (пока, судя по СМИ, наблюдаются только единичные случаи), банкротства компаний, роста безработицы. Накопленные запасы энергоресурсов

вместе с введенными ограничениями позволяют выиграть время для организации альтернативных, пусть и более дорогих путей поставок энергоресурсов.

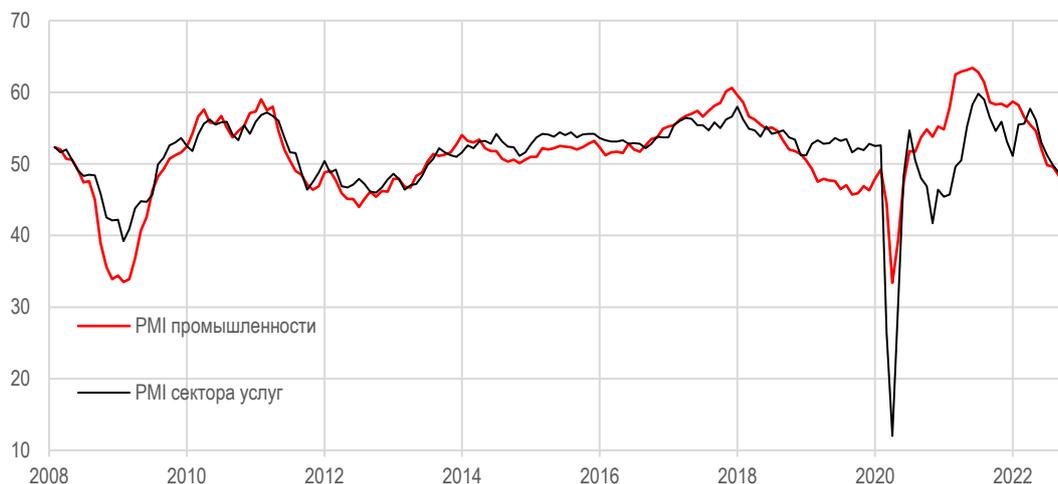
Примечательно, что безработица в Европе по последним данным находится вообще на рекордно низких значениях, всего 6.6% (минимум перед пандемией был 7.2%), причем занятость растет. Так что снижение безработицы – это не проявление ухода безработных в экономически неактивное население.

#### Занятость и безработица в Еврозоне



Ожидания по европейской экономике ухудшаются, например, индекс производственной активности PMI уверенно опустился ниже 50 пунктов. С одной стороны, это очень неприятный сигнал, с другой стороны, данный показатель, уже был на этих значениях в 2013 и 2019 годах. Тогда, напомним, в одном случае мы имели дело с долговым кризисом Еврозоны, во втором – ожидания ужесточения политики ЕЦБ вслед за ФРС.

#### Индексы PMI Еврозоны



Одним из путей адаптации европейской экономики к новым условиям является резкое снижение уровня жизни. Логика здесь следующая: ограничение доступа к ресурсам снижает экономический потенциал Европы, значит экономика теперь может обеспечить уровень жизни ниже предыдущего. Грубо говоря, для того, чтобы экономика перешла в новое равновесное состояние, европейские потребители должны обеднеть. Очевидный способ – ускорение инфляции и ослабление евро.

Заметьте, ускорение инфляции в Еврозоне не сопровождается аналогичным ростом размера оплаты труда, то есть реальные заработные платы снижаются. Это очень похоже на то, что мы наблюдали в РФ в 2015 году, когда рынок труда абсорбировал проблемы не через рост безработицы, а через снижение реальных заработных плат. Итогом этого, напомним, стала стагнация потребления, но, с другой стороны, это привело к улучшению финансовых результатов компаний. В результате мы наблюдали быстрый возврат к положительным темпам роста экономики и несколько лет ралли на рынке акций.

#### Индекс почасовой оплаты труда и инфляция в Еврозоне



Важно понимать, что инфляция и ослабление евро не позволят избежать снижения реального ВВП, но они позволяют переместить бремя этого снижения с компаний на население.

#### Российская экономика: скрытые резервы

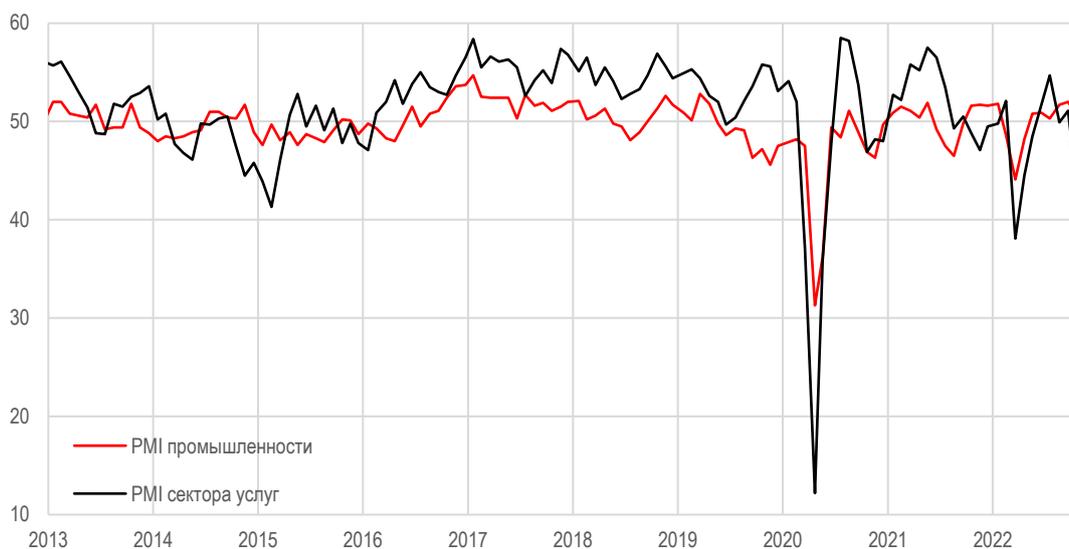
В этом году российская экономика не последовала прогнозам, предрекавшим ей обвальное снижение по мере того, как санкции и другие последствия специальной военной операции начнут набирать силу. Но, несмотря на то, что с настолько радикальным изменением внешних условий российская экономика еще не сталкивалась в новейшей истории, спад экономической активности оказался меньше самых оптимистичных прогнозов. Быстро сошел на нет валютный кризис, скачок инфляции оказался кратковременным, не обнажилось системных проблем в финансовом секторе.

#### Рост ВВП РФ и динамика промышленного производства.



Понятно, что негативные изменения в экономике налицо, особенно в отдельных отраслях, сильно завязанных на импорт или иностранных собственников. Пожалуй, наиболее часто упоминаемый пример – производство автомобилей. Но похоже, что это компенсируется ростом производства в других сегментах. Кроме того, ухудшение настроений отмечается, прежде всего, в сегменте услуг, а из-за относительно низкой доли этого сектора в российской экономике фактическое снижение деловой активности не так чувствительно к опросным показателям.

PMI промышленности и услуг РФ



Также, похоже, стали проявляться и обратные процессы. Среди них – импортозамещение, которое даже в малом размере уже может оказывать значимое влияние на ВВП, также не стоит забывать увеличение заказов в ВПК, что приводит к увеличению активности в смежных отраслях. При этом пока не задействованы скрытые резервы, связанные, как это ни парадоксально, с сокращением экспорта нефти и газа.

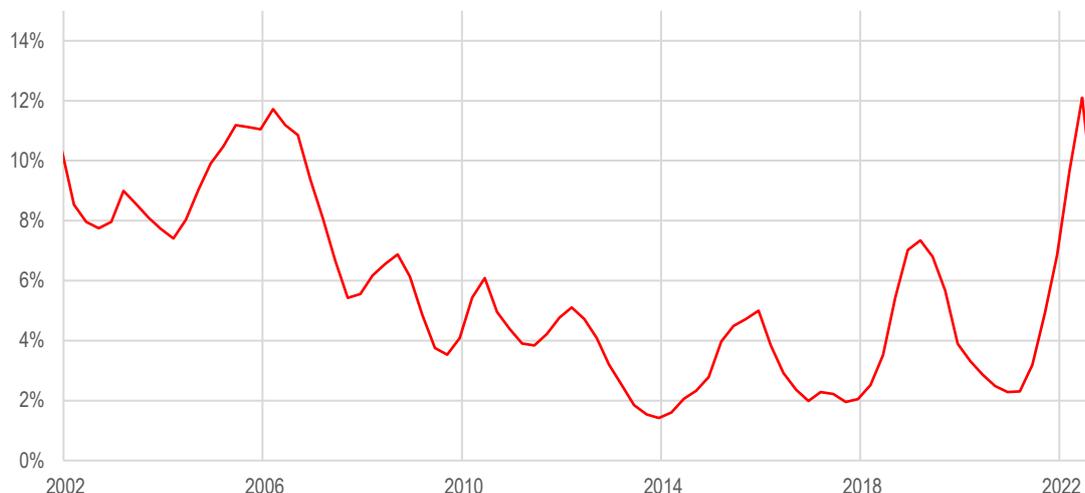
Я уже как-то писал о том, что тот объем экспорта, который идет на формирование валютных резервов или на финансирование оттока капитала, является лишним для экономики. Те ресурсы (трудовые, финансовые), которые задействованы, например, в добыче и транспортировке нефти, выручка от экспорта которой оказывается в валютных резервах, по факту работают вхолостую. Они производят товары, которые не задействованы в цепочках создания добавленной стоимости внутри страны, не идут на конечное потребление, не оплачивают поток импорта в страну.

Парадокс в том, что такая деятельность учитывается в ВВП страны, но этот ВВП является «мертвым»: он уменьшает уровень жизни, увеличивает реальную налоговую нагрузку на остальную часть экономики, тормозит рост экономики и инвестиций.

Размер «мертвого» ВВП страны в первом приближении можно оценить через размер торгового баланса или профицита счета текущих операций. Если верить публикациям ЦБ РФ, в этом году Россия установила рекорды по профициту счета текущих операций, не говоря уже о торговом профиците, причем не только в абсолютном выражении, но и по отношению к ВВП. Понятно, что во многом это стало результатом снижения импорта, и по мере формирования новых маршрутов и каналов поставок профицит сократится. Тем не менее, за последние 10 лет среднее значение профицита по счету текущих операций составляло порядка 4% ВВП. Это примерно та часть российской экономики, которая работает вхолостую,

точнее работает не на Россию, используя при этом внутренние трудовые и финансовые ресурсы.

#### Профицит счета текущих операций РФ (% ВВП)



Сейчас в подавляющем большинстве прогнозов закладывается снижение ВВП РФ в следующем году. И это вполне реалистичный сценарий. С другой стороны, если это будет происходить за счет сокращения «мертвой» части ВВП, то это серьезно улучшит перспективы экономики в целом. С этой точки зрения санкции, если они в итоге приведут к сокращению физических объемов экспорта нефти из РФ, могут оказать неожиданное долгосрочное стимулирующее влияние на российскую экономику.

По моему мнению, снижение ВВП РФ в 2023 году далеко не гарантировано. Наоборот, есть целый ряд факторов, которые могут обеспечить серьезный рост экономики, компенсировав негативное влияние санкций, в том числе возможное снижение физических объемов добычи нефти и газа (первое влияние на экономику от этого будет все равно негативным).

- Фискальный стимул в виде увеличения госрасходов, причем не только оборонных, но и направленных на восстановление инфраструктуры в новых регионах.
- Импортозамещение, причем даже частичное, уже даст существенный вклад в рост ВВП.
- Восстановление производственных цепочек через восстановление каналов параллельного импорта.
- Интеграция новых территорий, что также может дать серьезное увеличение ВВП, в том числе из-за эффекта низкой базы.

Основной риск, конечно же, идет со стороны СВО. Впрочем, это же обстоятельство означает и пристальное внимание к вопросам экономики. Финансово-экономический кризис будет равноценен поражению.

#### Рынки и активы

Инвесторы очень часто излишне эмоционально реагируют на события в экономике, если к этому добавляются инфраструктурные (в том числе, санкционные и контр-санкционные) ограничения, то цены активов могут очень серьезно отклоняться от фундаментально обоснованных. Наиболее явно это проявляется сейчас в рыночной оценке российских акций, где сошлись сразу как вполне обоснованные опасения снижения дивидендов в ближайшие годы из-за возможного роста налоговой нагрузки и ухудшения финансового состояния компаний, так и панические продажи на новостях о начале СВО или частичной мобилизации, и крайне низкая ликвидность рынка, связанная с уходом или блокировкой нерезидентов.

На рынке российских облигаций котировки бумаг отражают более здравый взгляд инвесторов на ситуацию. Хотя рынок рублевых облигаций явно не верит в возможность сценария низкой инфляции и, как следствие, низкой ключевой ставки ЦБ РФ.

На глобальных рынках слабым активом остаются облигации, номинированные в долларах и евро. Даже если ЕЦБ и ФРС не будут излишне агрессивными со ставками, есть серьезный риск проиграть инфляции. Бумаг внутри НРД это не касается, там ценообразование основано на дефиците инструментов, доступных для российских инвесторов.

Рынки акций США и Европы вызывают смешанные чувства. С одной стороны, снижение уже достаточно сильное, с другой, риски по-прежнему очень высоки, особенно в Европе. При этом акции являются одним из немногих активов в иностранной валюте, который может дать защиту от инфляции евро и доллара на длинном горизонте. С поправкой, конечно, на санкционные риски для российских инвесторов.

#### Выводы и рекомендации

1. Снижение ВВП – это, скорее всего, базовый сценарий для экономики США и Европы. Но далеко не факт, что это обернется финансово-экономическим кризисом. Сценарий мягкой посадки вполне реален.
2. Инфляция в США и Европе в нынешних условиях – это ключевой элемент адаптации экономик к новым условиям. Она позволяет перенести удар с компаний и банков на население, что, как показывает опыт РФ 2015 года, открывает возможность избежать действительно серьезных проблем. Так что ни ФРС, ни ЕЦБ в реальности не будут ставить во главу угла борьбу с инфляцией, хотя, естественно, будут выражать различную степень озабоченности.
3. Повышение ставки ФРС необходимо в первую очередь для предотвращения перегрева экономики, то есть ФРС работает на снижение макроэкономических рисков, что улучшает долгосрочные перспективы рынка акций, особенно в сочетании с высокой инфляцией.
4. Европейская экономика сейчас сталкивается с проблемой иного порядка, ей необходима адаптация к новым условиям. Инфляция сильно упрощает эту задачу, и с учетом ее природы бороться с ней повышением ставок бесполезно. Сочетание высокой инфляции и низких (относительно инфляции) ставок делает европейский рынок акций крайне интересной идеей. В том числе, если компании будут удачно переносить производства из Европы в другие страны.
5. У российской экономики сейчас есть серьезный скрытый резерв в виде «мертвого» ВВП, также в прогнозах явно недооценивается возможность стимулирования экономики, особенно в условиях снижающейся инфляции.
6. Российский рынок акций на этом фоне выглядит сильно недооцененным, в оценке сейчас слишком большую роль играют страх, неверие в перспективы экономики, а также низкая ликвидность.

---

**Актуальные материалы доступны клиентам УК «Альфа-Капитал» в рамках программы лояльности для высокостоятельных клиентов Alfa Capital Wealth**

---

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](http://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 момент подготовки настоящего материала. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты могут не подходить соответствующему клиенту.»