

МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



Владимир Брагин
CFA | Директор
по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики

Инфляция и ослабление рубля – плата за рост экономики

У ЦБ РФ на ближайшем заседании будет очень непростой выбор. Резкое повышение ключевой ставки в августе не привело к желаемым результатам. Рубль остается слабым, инфляционные ожидания — повышенными, признаки перегрева экономики сохраняются. Проблема в том, что передаточный механизм между ставкой и инфляцией сейчас ослаблен, из-за чего для достижения тех же целей по инфляции или курсу рубля может потребоваться более серьезное изменение ставки, что приведет к более серьезным побочным эффектам. Так что выбирать придется между двумя плохими вариантами: «ничего не менять» или «еще раз резко повысить». Более эффективными в текущих условиях были бы фискальные меры, но в нужной конфигурации (повышение налогов на доходы) они будут крайне непопулярны.

*Инфляция —
расплата за успехи
российской
экономики*

Российская экономика в 2023 году смогла серьезно удивить экономистов, в массе ожидавших продолжительного и болезненного спада. Да и прошлый год оказался лучше, чем прогнозировалось непосредственно после начала СВО: спад ВВП составил всего 2,1%. Судя по всему, в этом году рост составит более 2% (по оценкам Росстата роста за 1п 2023 года составил 1.6%). И все это — несмотря на санкционное давление и значительные ресурсы, расходуемые на СВО.

Если в прошлом году потребительская активность была сниженной из-за ощущения неопределенности, а давление на цены со стороны предложения сдерживалось сформированными после начала СВО запасами и крепким рублем, то в этом году инфляционные риски «встали во весь рост».

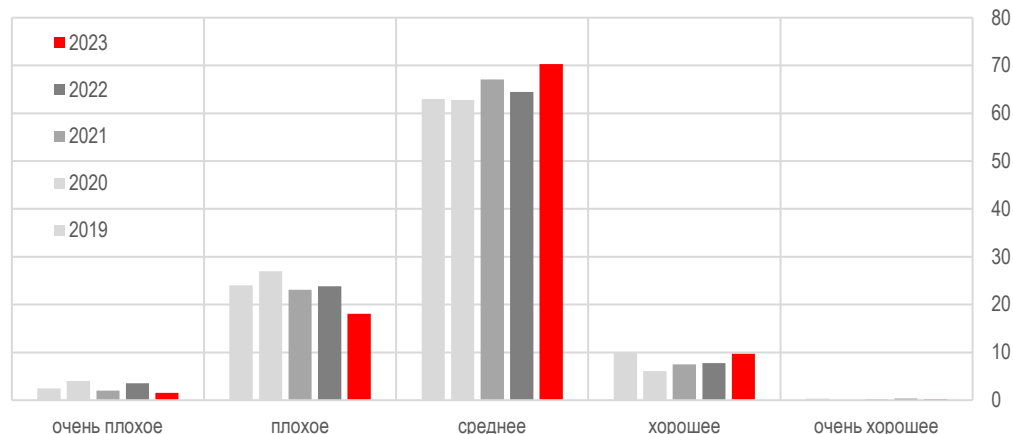
В первую очередь их источником стал быстрый рост заработных плат на фоне рекордно низкой безработицы. Не менее важным фактором стало ослабление рубля, которому способствовал в том числе рост импорта, связанный с увеличением потребительского спроса. Ситуация в России в этом смысле чем-то похожа на ситуацию в США и Европе некоторое время назад: сильные инфляционные риски — прямое следствие быстрого восстановительного роста экономики и доходов.

*Доходы и
уверенность
потребителей*

Примечательно, что в 2022 и 2023 годах заметно улучшились оценки населением собственного уровня доходов, что даже важнее роста реальных заработных плат. Я уже не раз отмечал, что оценки Росстатом реальных доходов населения вызывают большие вопросы, а заработные платы хотя и более надежный, но неполный индикатор. А вот то, что люди указывают на возросшую покупательную способность

доходов, однозначно говорит о сильном потенциале увеличения потребительского спроса.

Мнение населения о текущем материальном положении (% опрошенных, 2 кв. соответствующего года)



Дополнительными факторами могут служить, например, сокращение доступности крупных покупок (автомобилей), привыкание к фактору СВО, в том числе снижение страхов по поводу возможного успеха контрнаступления Украины.

Роль фискального стимула

В июле рост промышленного производства РФ составил 4,9% относительно июля прошлого года. При этом рост в обрабатывающей промышленности составил 9,5% на фоне снижения добычи полезных ископаемых на 1,5%. При этом не секрет, что рост промышленного производства в обрабатывающей промышленности во второй половине 2022-го и в 2023 году во многом обусловлен увеличением производства оборонной продукции, профинансированным увеличением расходов бюджета, то есть за счет фискального стимула. Напомним, что дефицит бюджета в РФ сейчас составляет примерно 1,5% ВВП (с начала года).

Проблема в том, что увеличение занятости в соответствующих секторах потянуло за собой существенный рост заработных плат, причем не только в оборонном секторе, но и в других сегментах экономики. Безработица также снизилась. В то же время ускоренный рост производства оборонной продукции означает отставание роста производства потребительских товаров. Именно на это постоянно указывал ЦБ РФ как на источник инфляционных рисков в этом году.

Рост доходов, рост сбережений и покупки иностранных активов

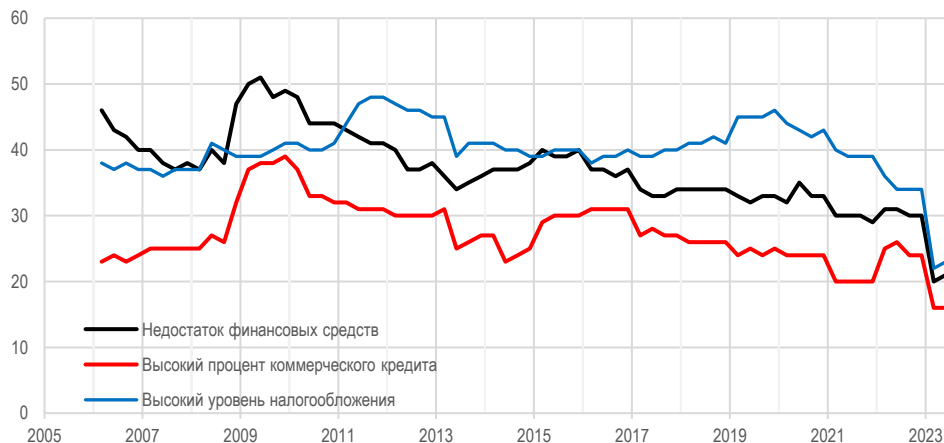
Если исходить из опросов компаний, то по итогам 2-го квартала 2023 года мы снова видим отсутствие признаков проблем с финансами, что говорит о наличии у компаний финансовых возможностей для увеличения заработных плат. Как, впрочем, и доходов владельцев компаний.

Хорошие результаты в обрабатывающей промышленности, а также рост доходов дали еще один эффект. Рост производства и доходов компаний обеспечил и рост доходов собственников соответствующих бизнесов, а значит, и спроса на инструменты сбережения. Исторически для очень многих крупных российских частных инвесторов иностранные ценные бумаги и юрисдикции были основным направлением инвестирования, и вряд ли СВО ослабила эту тягу.

При этом во второй половине прошлого года и в этом году ЦБ РФ смягчал или даже отменял те ограничения на движение капитала, которые были введены после начала СВО. Так что в этом году мог дополнительно сработать фактор отложенного с

прошлого года спроса на иностранные активы. Также здесь может работать и обратная связь: ослабление рубля способствует увеличению спроса на иностранные активы, что еще больше давит на рубль.

Процент компаний, отметивших факторы, мешающие наращиванию выпуска



Примечательно, что недавнее решение временно ускорить продажу валюты в рамках бюджетного правила с 14 по 22 сентября ЦБ РФ принял, по его словам, в связи с погашением выпуска суверенных еврооблигаций на USD 3 млрд. Само погашение будет, естественно, в рублях, но получатели средств, по ожиданиям ЦБ РФ, направят их на покупку иностранной валюты.

Отметим, что в прошлом сильное ослабление рубля почти всегда было связано с усилением оттока капитала. До 2021 года поводами были отдельные санкции, с начала 2022 года единственное, что сдерживает отток капитала, — это нарушение работы финансовой инфраструктуры из-за санкций и вводимые РФ ограничения на движение капитала. Понятно, что по мере выстраивания альтернативной инфраструктуры и отмены ограничений со стороны ЦБ РФ фактор оттока капитала стал усиливаться.

*Внешняя торговля и
счет текущих
операций*

В этом году счет текущих операций сильно упал относительно рекордного прошлого года, что, естественно, вызывает, с одной стороны, серьезное беспокойство. С другой стороны, сейчас значение показателей не особо выходит из привычных границ, характерных до 2022 года. Так что ухудшение показателей внешней торговли или оживление туристического потока не объясняют всего происходящего с рублем.

Компоненты счета текущих операций (квартальные данные)



Варианты развития
событий

Ситуация с инфляцией и курсом рубля уже привлекает пристальное внимание ЦБ РФ и правительства. И первые действия не заставили себя ждать (повышение ставки ЦБ РФ до 12% в августе). Но вот по поводу дальнейших шагов полной ясности нет, более того, эффективность монетарной политики сейчас под большим вопросом.

1. Позволить экономике самой нащупать новое равновесие (крайне маловероятный сценарий). В этом случае ослабление рубля со временем приведет к сокращению импорта (просто из-за роста цен), что принесет требуемый эффект относительно курса рубля. Может помочь и рост цен на нефть, а также окончание сезона отпусков.

Что касается инфляции, то в условиях низкой безработицы она продолжит ускоряться, и разворот ее динамики может начаться только после прохождения экономикой пика делового цикла.

Тем не менее очевидным плюсом такого подхода является сохранение хорошей динамики экономических показателей, высокая мотивация компаний по сокращению издержек и повышения производительности труда (из-за дефицита трудовых ресурсов).

2. Резкое повышение ключевой ставки и/или ужесточение других параметров ДКП (наиболее вероятный сценарий). ЦБ РФ вполне привычно реагирует на усиление инфляционных ожиданий ужесточением денежно-кредитной политики. Ее влияние на инфляцию и рубль идет по нескольким каналам. Один из них — увеличение объема сбережений, что снижает потребительский спрос, инфляционное давление и импорт. Другой — увеличение стоимости кредитов, сокращение деловой активности и, как следствие, снижение занятости и заработных плат. Это также приводит к снижению потребительского спроса и импорта.

При этом когда-то очень сильный канал, связанный с притоком иностранного капитала, привлекаемого высокими рублевыми доходностями, сейчас не работает. Как следствие, краткосрочное влияние на курс рубля от изменения ставок практически отсутствует. А значит, нет и влияния на инфляцию по этому каналу.

В условиях СВО ужесточение монетарной политики вообще выглядит странным шагом. ЦБ РФ говорит, что источником инфляции, с одной стороны, является дисбаланс возможностей производства гражданской продукции и спроса на нее. С другой стороны, остается задача наращивания производства военной продукции (для этого есть субсидии, льготные кредиты и другие способы). Как следствие, влияние повышения ставок будет концентрироваться в производстве гражданской продукции. В итоге эффект (в текущих условиях) может оказаться прямо противоположным.

3. Усиление контроля движения капитала (возможный и даже обсуждаемый вариант). Судя по заявлениям представителей ЦБ РФ, регулятор не склонен к установлению барьеров для оттока капитала. Тем не менее если обычные меры по ужесточению денежно-кредитной политики не дадут нужного эффекта, то ЦБ РФ будет вынужден прибегнуть к ограничениям.

Отметим, что в текущих условиях сама возможность такого шага может усилить отток капитала частных инвесторов. Так что чем дольше обсуждается такой вариант перед введением, тем хуже для рубля.

4. Фискальное сжатие (возможный, но пока публично не обсуждаемый вариант). Вряд ли в условиях СВО стоит рассчитывать на снижение расходов бюджета, скорее, наоборот. А вот увеличение налогов — вполне реальный вариант. Причем, исходя из задачи стимулирования внутреннего производства и импортозамещения, основное увеличение налоговой нагрузки должно прийтись на население и сырьевые компании.

Важно отметить, что в данном контексте повышение налогов — это не столько способ наполнить бюджет и уменьшить дефицит, сколько возможность уменьшить потребительский спрос и инфляционное давление. Как следствие, необходимо повысить налоги на доходы физлиц. Причем это повышение должно затронуть широкий круг потребителей — повышение налога на богатых в текущих условиях ничего не даст.

Альтернативой дополнительным налогам, кстати, являются военные облигации и займы, к которым очень часто прибегали воюющие страны в прошлом.

5. Снижение пошлин и ограничений на импорт потребительских товаров (неочевидно, не обсуждается). Логика следующая: если внутреннее производство не справляется с ростом спроса, то можно ему «помочь» через увеличение предложения импортных товаров. Данная мера может сработать только в сочетании с увеличением спроса на рубли на валютном рынке (предложения иностранной валюты для покупки рубля).

Стоит отметить, что без нормализации ситуации с получением экспортной выручки данная мера может привести к обратному эффекту — ослаблению рубля и росту инфляции.

Выводы и рекомендации

1. Риски повышения ключевой ставки ЦБ РФ сейчас очень высоки. Не исключено, что помимо ставок ЦБ РФ включит и другие меры ужесточения денежно-кредитной политики. В этих условиях предпочтительными выглядят фонды денежного рынка.
2. Низкая эффективность повышения ставки с точки зрения снижения инфляционных ожиданий укрепления рубля может спровоцировать более резкое и/или продолжительное ужесточение монетарной политики ЦБ РФ. Этот риск пока еще явно не в ценах рублевых облигаций.
3. Можно осторожно рассчитывать на улучшение позиций рубля. Так как курс рубля уже привлек внимание и ЦБ РФ, и правительства, дальнейшее его ослабление будет провоцировать жесткую реакцию. Например, могут быть возобновлены ограничения на движение капитала и усилен контроль за финансовыми потоками экспортеров.
4. Рынок акций на фоне инфляционных рисков остается привлекательным. Несмотря на риски увеличения налогов, а также ужесточения денежно-кредитной политики ЦБ РФ, оценки российских компаний остаются в основном сильно заниженными. Кроме того, «фактор СВО» означает, что власти очень неохотно будут допускать спад в экономике, пусть и за счет увеличения инфляционных рисков.

Актуальные материалы доступны для клиентов 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. 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 и 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».