

## МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



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

### Повышение налогов и трансформации экономики

Очередные президентские выборы остались в прошлом, а затем и страхи, связанные с ослаблением рубля для наполнения бюджета. Мне изначально казалось, что такой шаг после выборов выглядит «мелко», ситуация в экономике требует более серьезных шагов и изменений в макроэкономической политике. Это касается ставки, контроля движения капитала и налогов. И самое интересное, что хотя каждый из элементов по отдельности оказывает негативное влияние, в совокупности эффект может оказаться неожиданно позитивным. Попробую объяснить почему.

#### Стабильность рубль

Для некоторых аналитиков большим «разочарованием» стала динамика рубля в последние недели. Вместо того, чтобы отпустить рубль, правительство продлило обязательную продажу валютной выручки крупнейшими экспортерами еще на год. ЦБ РФ, высказываясь против такого ограничения, со своей стороны, сохранил ключевую ставку на уровне 16%. Результатом стало укрепление рубля с USDRUB 94 до USDRUB 88, что соответствует нижней части диапазона колебаний курса, сложившегося с конца октября прошлого года.

Можно спорить о том, что больше сказалось на рубле: обязательная продажа валюты или ключевая ставка. Главное, что рубль стабилизировался в относительно узком диапазоне, прекратив создавать инфляционное давление.

*Рубль. Отметить включение и продление указа о продаже выручки*



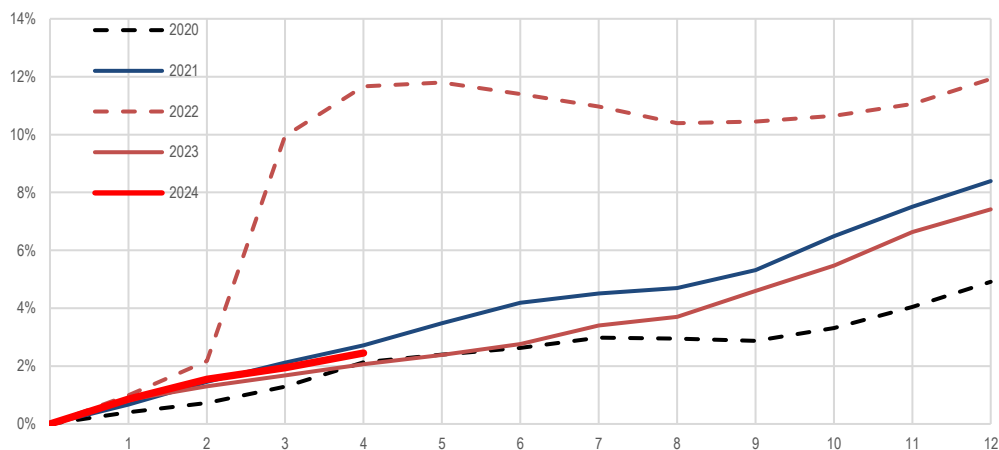
#### Резистентная инфляция

Тем не менее, инфляция преподнесла сюрприз, никак не желая замедляться несмотря на все усилия ЦБ РФ и стабилизацию рубля. Финансовый рынок такого явно не ожидал. В частности, не сработала ставка на длинные ОФЗ, популярная в начале года, да и

представители ЦБ РФ в последнее время чаще говорят о возможности повышения ключевой ставки на одном из ближайших заседаний.

Есть очевидные причины инфляции: фискальный стимул (оборонный заказ), выплаты участникам СВО, рост заработных плат, рост цен импортных товаров, в том числе из-за ослабления рубля в 2023 году. Есть и не лежащие на поверхности, но очень важные. Например, квази-эмиссионное финансирование расходов бюджета. Я имею в виду доходы от рекордного чистого экспорта в 2022 году.

*Инфляция. Накопленным итогом с начала года.*



С начала года динамика инфляции не выходит за рамки прошлых лет (кроме 2022 года). Правда, с учетом рекордно высоких реальных ставок (16% при инфляции менее 8%), это говорит о высоком инфляционном давлении.

Возможно, что инфляция сейчас имеет и «переходный» характер. Это связано с тем, что при сильных изменениях в экономике цены приходят в равновесие большей частью через рост цен одних товаров, а не снижение других. Впрочем, от этого не легче, «переходная» инфляция, как показывает опыт США, может легко переродиться в мощную инфляционную волну.

### Быстрый рост ВВП

Предварительная оценка роста ВВП по итогам 1 кв. 2024 года составила 5.4%, что превышает оптимистичные прогнозы на этот год даже с учетом високосного года (дополнительный день в квартале чисто арифметически дает +1% к ВВП).

### Промышленное производство и ВВП



Данные по промышленному производству, в свою очередь, указывают на то, что рост фокусируется в обрабатывающей промышленности. И это принципиально отличает нынешнюю ситуацию от того, что было раньше. Мы имеем дело не просто с восстановительным ростом экономики, а с глубокими структурными изменениями

*ЦБ РФ –  
вынужденная  
жесткость*

Сочетание быстрого роста ВВП, низкой безработицы и резистентной инфляции требуют от ЦБ РФ сохранять жесткую денежно-кредитную политику. Видимо, высокие ставки будут сохраняться в течение длительного времени, особенно с учетом того, что трансмиссионный механизм сейчас ослаблен.

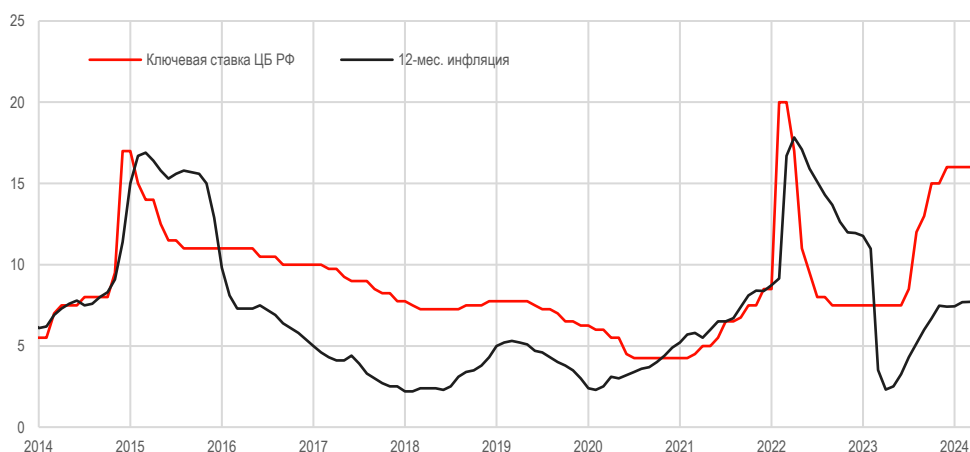
Канал ставка-рубль-цены импорта и экспорта не работает, так как нет горячих иностранных инвесторов, которые могут запустить волну carry-trade.

Канал ставка-инвестиции-снижение совокупного спроса ослаблен, так как благодаря различным формам поддержки приоритетных отраслей и росту госзаказа многие компании не чувствительны к ключевой ставке, а также другим условиям в экономике. В итоге бремя ставки ложится на ограниченный круг компаний.

Канал ставка-снижение кредитования и рост сбережений работает почти нормально. С поправкой, конечно, на льготную ипотеку. И может отчасти компенсировать эффект роста заработных плат.

Фактически, жесткая денежно-кредитная политика сейчас работает на перекачку ресурсов в экономике от потребления к промышленному росту. Самый сильный канал работы ставки сейчас – это потребление и сбережения, самый слабый – снижение активности оборонных компаний, а также приоритетных отраслей. Примерно такой же эффект имели в свое время военные займы или облигации.

*Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция*



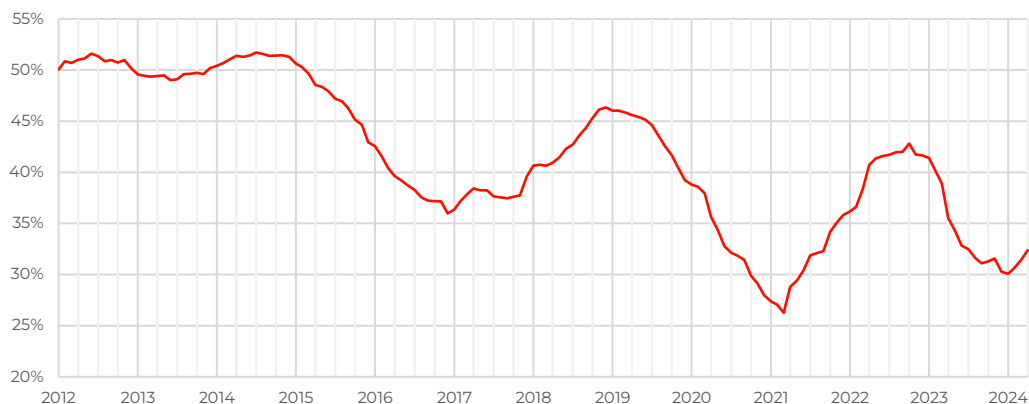
*Перенос  
налоговой  
нагрузки как  
результат  
роста  
экономики*

Рост российской экономики в номинальном выражении намного опережает возможности роста доходов от сырьевого экспорта. Поэтому при неизменной налоговой системе и «плоских» ставках доля доходов, которые бюджет может извлекать из сырьевого экспорта, будет падать. Как следствие, те же расходы, выраженные в % ВВП, уже не могут покрываться существующими источниками доходов, а значит придется либо финансировать дефицит за счет наращивания долга, либо пересматривать налоговую систему.

Долговое финансирование, особенно в условиях высоких реальных ставок, - вещь ненадежная, а значит повышение налогов, не связанных с сырьевым экспортом – неизбежно. Отметим еще раз, что изменение налогов - это прямое следствие роста

экономики, и чем успешнее она уходит от сырьевой зависимости, тем острее потребность в изменении налогов.

*Нефтегазовые доходы, % от доходов бюджета*



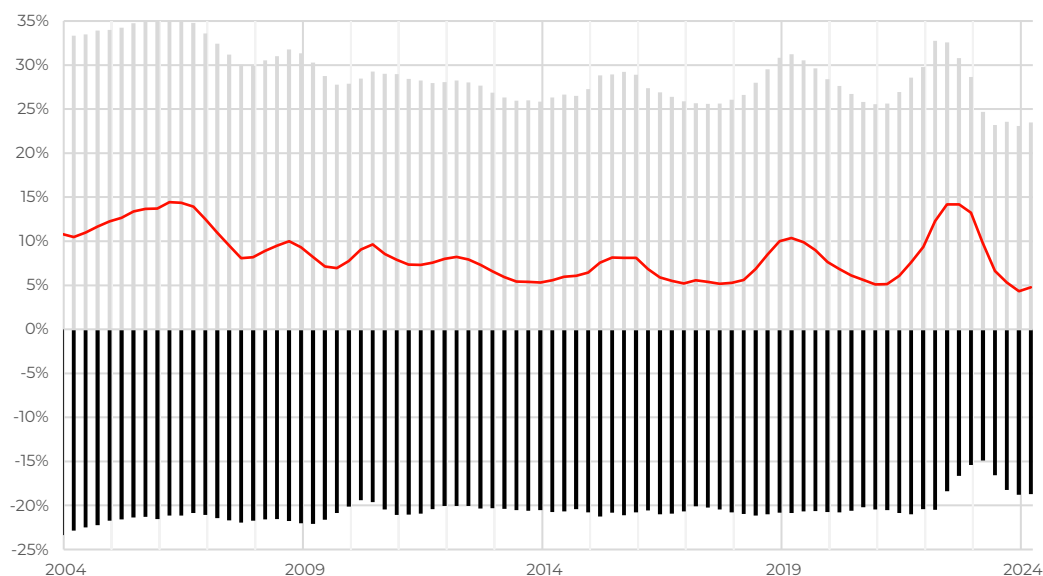
Сейчас речь идет о повышении налога на прибыль с 20% до 25%, причем, в также усилении прогрессии по НДФЛ. Максимальная ставка налога на доходы физических лиц составит теперь 22%. В текущих условиях этого должно быть достаточно для компенсации снижения нефтегазовых доходов на несколько лет вперед.

*Контроль  
движения  
капитала*

Изменение налогов может быть не только следствием роста несырьевой экономики, но и частью более широкого процесса, предполагающего уход от хронического профицита внешней торговли. Долгое время ошибочно считалось, что налог на экспортные доходы от нефти позволяет снизить общую налоговую нагрузку на экономику и стимулировать ее развитие. Ошибка здесь в том, что если облагать налогом то, что не потребляется внутри страны, то эффект даже хуже, чем просто печатание денег.

Если просто напечатать денег – то эффектом будет инфляция, а если облагать налогом экспорт (при условии превышения импорта), то к печатанию денег добавляется еще и дополнительная нагрузка на экономику. Те 5% ВВП, которые формирует чистый экспорт – это не «заработанные деньги», а «безвозмездная работа российской экономики на благо других стран».

*Экспорт, импорт и торговый баланс РФ в % ВВП*



Хронический профицит внешней торговли возможен только в одном случае: когда есть устойчивый отток капитала за рубеж (дефицит по финансовому счету). Это включает в себя покупку финансовых активов за рубежом, вывод денег на иностранные счета, и т.п., и конечно же ситуацию, когда экспортеры не продают валютную выручку.

Как сказано выше, чистый экспорт в размере 5% – это более серьезная нагрузка на экономику, повышение налоговой нагрузки на % ВВП налогов. Так как налоги – это перенаправление потребления внутри страны, а экспорт – это «чужое» потребление. Так что балансировка внешней торговли может высвободить значительные ресурсы для роста внутреннего благосостояния, даже без роста размера экономики.

*Краткосрочные  
и долгосрочные  
последствия*

Если повышение внутренних налогов в долгосрочной перспективе и не призвано увеличить налоговую нагрузку относительно ВВП (при условии снижения налоговых доходов от сырьевого экспорта), краткосрочный эффект может быть обратным. Компании могут пытаться сохранить чистую рентабельность, перекладывая налоговые расходы на потребителей, а работники по той же логике требовать повышения заработных плат.

- ⇒ Повышенные краткосрочные инфляционные риски
- ⇒ Снижение долгосрочной инфляции
- ⇒ Усиление ожиданий охлаждения экономики как первая реакция на рост налогов (фискальное сжатие)

Ограничения на движения капитала, скорее всего, будут сохраняться. Сейчас это обеспечивает стабильность рубля, а значит и снижение инфляционных рисков. На длинном горизонте это будет способствовать балансировке внешней торговли, что снизит «экспортную» нагрузку на экономику, высвободив ресурсы для развития.

- ⇒ Стабилизация рубля и ослабление влияния внешних цен на инфляцию
- ⇒ Давление на сырьевые компании, ориентированные на экспорт.
- ⇒ Долгосрочный рост экономики выше текущих прогнозов

*Выводы*

1. Налоговая реформа – неизбежное следствие роста экономики, а также необходимости изменения экономической модели.
2. Повышение налогов будет иметь разные последствия на коротком и длинном отрезках. Сначала они приведут к росту инфляционных рисков и охлаждению экономики, на длинном горизонте – к большей ценовой стабильности
3. Долгосрочное влияние повышения налогов на экономику нейтрально при условии снижения нефтегазовых доходов и, как следствие, квази-эмиссионного финансирования бюджета.
4. Риски связаны с тем, что неявная налоговая нагрузка от квази-эмиссии распределяется равномерно, тогда как налоговая – более адресно. Для отдельных экономических агентов эти изменения будут болезненными.
5. При условии снижения нефтегазовых доходов экономика РФ, скорее, выигрывает от изменений. Что улучшает долгосрочную привлекательность рынка акций, а также рынка облигаций с учетом текущих высоких доходностей.

---

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 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».