

МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



Владимир Брагин
CFA | Директор
по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики

Три сценария для 2026 года

Думая про варианты развития событий на 2026 год сейчас сложно быть оптимистом. Если в 2022-м и тем более в 2023 году мне было понятно, почему и при каких условиях экономика будет быстро расти, то сейчас такой сценарий выглядит не очень реалистичным. Следующий год в текущей экономической модели будет временем сложного выбора между инфляцией и ростом экономики, причем чем дольше будет откладываться выбор, тем он будет болезненнее.

Инфляционное таргетирование: теория и практика

Главной темой обсуждений в части экономической политики в этом году была ключевая ставка. Она, напомним, достигала 21% при инфляции ниже 10%, что соответствует двузначной реальной ставке денежного рынка. Да и сейчас при ставке 17% и текущей инфляции в 4–6% реальная ставка не просто жесткая, она репрессивная. И при этом инфляция и инфляционные риски, судя по риторике ЦБ РФ, снижаются недостаточно быстро.

Как так получилось, что отлично работавший в 2015–2021 годах механизм процентных ставок не смог обеспечить быструю победу над инфляцией в 2023–2025 годах? Ответов, как всегда, несколько

1. Избыточная уверенность компаний и населения в том, что период высоких ставок будет коротким, что заставило их терпеть жесткую политику ЦБ РФ, не сокращая спрос в экономике.
2. Недооценка регулятором фактора валютного курса. После начала СВО и блокировки движения капитала курс рубля перестал быстро реагировать на рублевые ставки. А значит, при повышении ставок рубль больше не укрепляется, как раньше, и это больше не приводит к снижению цен на импорт и экспортируемые товары.
3. Инфляция издержек. Повышение ставок – это, бесспорно, дезинфляционная мера. Но при этом высокие ставки – далеко не факт. Чем дольше ставки остаются высокими, тем активнее компании начинают переносить в будущие цены высокую стоимость денег. Экономика постепенно начинает адаптироваться через увеличение скорости роста цен. В сочетании с торможением экономики это повышает риск стагфляции (высокой инфляции при снижении ВВП).

4. Бюджетный стимул. Увеличение дефицита и изменение структуры расходов бюджета, которая стала более проинфляционной из-за увеличения доли оборонных статей. Повышение НДС может оказать дезинфляционное воздействие в 2026 году, если, конечно, дополнительные налоговые поступления не будут использованы для финансирования увеличения расходов.

*Вопрос природы
инфляции*

В этом году инфляция, наконец, начала снижаться. Но почему? Если механизм инфляционного таргетирования не работает как надо, а мы наблюдаем суммарный результат действия нескольких причин, значит, есть несколько версий происходящего и сценариев дальнейшего развития событий:

1. ЦБ РФ считает, что инфляция снизилась в первую очередь из-за снижения спроса вслед за жесткой денежно-кредитной политикой. Если регулятор прав, мы имеем дело с инфляцией спроса. И тогда жесткая денежно-кредитная политика ЦБ РФ будет способствовать дальнейшему снижению инфляции, пусть и за счет снижения темпов роста ВВП или даже рецессии.
2. Снижение инфляции началось после укрепления рубля в начале 2025 года. До этого высокие ставки как-то не особо действовали на инфляцию. Если дело в валютном курсе, то для сохранения низкой инфляции необходим стабильный рубль (курс не выше USDRUB 90-95), еще лучше его укрепление. А вот ослабление рубля (курс USDRUB 110 и выше) – почти наверняка вызовет новую волну роста инфляции.

Отдельно стоит отметить и про влияние крепкого рубля на ВВП. В сочетании с высокими ставками оно однозначно отрицательное. Страдают не только экспортеры и компании, конкурирующие с импортом, а еще и те компании, которые могли бы воспользоваться крепким рублем для закупки оборудования и комплектующих, но не делают этого из-за высоких ставок.

3. Инфляция издержек. Если высокие ставки начали транслироваться в потребительские цены, то в условиях высоких ставок инфляция может, к удивлению ЦБ РФ и участников рынка, начать расти. Если укрепление рубля в этом году стало мощным дезинфляционным фактором, оно могло замаскировать инфляцию издержек, создав ложное ощущение ее отсутствия.

Раскручивание инфляции издержек – очень неприятная вещь, так как гасить ее высокими ставками очень болезненно, экономика должна будет пройти через стагфляцию. Высокий риск серьезного финансово-экономического кризиса. В условиях СВО такое развитие событий вряд ли будет приемлемым для правительства.

*Валютный курс и
рычаги влияния*

ЦБ РФ в этом году продает валюту в рамках бюджетного правила, но рассматривать его как фактор укрепления рубля не стоит. Объемы покупок и продажи валюты зависят от нефтегазовых доходов, а они – от экспортных цен. Поэтому общий эффект ситуации на сырьевых рынках и работы бюджетного правила плюс-минус нейтральный.

Санкции сказываются на рубле по-разному. В середине прошлого года сначала влияние было положительным, рубль укреплялся, так как безналичный доллар и евро внутри России стали токсичными. Ближе к концу года санкции уже сказались

негативно на рубле, так как разрушение платежных цепочек привело к резкому всплеску спроса на иностранную валюту.

В этом году санкции оказывали в основном психологическое влияние на рубль. Сначала больше позитивное, за счет робких надежд на мирный сценарий, а затем негативное – из-за рисков вторичных санкций на торговых партнеров России.

Спекулятивный фактор имеет место не только из-за санкций. Например, заметное ослабление рубля наблюдалось перед последними двумя заседаниями ЦБ РФ. Привычка инвесторов ставить на ослабление рубля при снижении ставки ЦБ РФ никуда не делась даже в отсутствие иностранных инвесторов, способных поддержать движение курса выводом капитала.

У правительства есть рычаги влияния на курс, как через обязательства по продаже валютной выручки, так и с помощью других мер по контролю движения капитала. ЦБ РФ, в свою очередь, имеет возможности для валютных интервенций. И хотя регулятор декларирует, что курс рубля должен быть рыночным, но он вполне может изменить свое мнение, если того потребуют обстоятельства.

Базово рубль остается недооцененной валютой. При сохранении профицита счета текущих операций ослабление рубля говорит о том, что сохраняется значительный спрос на вывод капитала из страны. А на этот процесс правительство может влиять.

Повышение НДС

Еще одна новая вводная – это повышение НДС. Базово это дезинфляционная мера, и пример 2019 года это вроде бы подтверждает. С другой стороны, текущая ситуация отличается от тех условий. В первую очередь финансовым состоянием компаний, для которых дополнительный налог – это снижение уже и так снизившейся маржинальности. А это может ускорить перенос издержек в цены, увеличив вероятность ускорения инфляции.

Базовый сценарий

Если ЦБ РФ прав и жесткая денежно-кредитная политика через ограничение спроса позволит снизить инфляцию или же рубль останется крепким, будучи при этом дезинфляционным фактором, то для экономики и финансовых рынков 2026 год обещает быть довольно неплохим.

Ставки будут снижаться, деловая активность будет оживать. Рост ВВП будет выше, чем в 2025 году. И все это обеспечит хорошую динамику рынка акций и облигаций. Повышение потребительского спроса будет способствовать росту импорта, внешняя торговля будет смещаться ближе к сбалансированному состоянию.

Стагфляция

Если ЦБ РФ ошибается и высокие ставки стали проинфляционным фактором или рубль, будучи главным дезинфляционным фактором 2025 года, начнет слабеть, например, на фоне снижения доверия инвесторов к российской экономике, то инфляция начнет расти. В худшем варианте ВВП начнет снижаться в условиях высокой инфляции.

Самое опасное, если ЦБ РФ ответит на это ужесточением денежно-кредитной политики, повышением ключевой ставки. Это вызовет еще большее охлаждение экономики, а инфляция может не просто остаться высокой, но и продолжить расти.

В условиях СВО и сложной геополитической обстановки такой сценарий может быстро свести на нет кредит доверия к ЦБ РФ. Возникнет сложный выбор: продолжать пытаться давить инфляцию ценой стагнации экономики или отпустить цены, но обеспечить рост экономики.

Турецкий сценарий

Лет десять назад Турция оказалась в ситуации перегрева экономики, и в классическом варианте правительство и ЦБ должны были бы активно заниматься охлаждением экономики для снижения инфляционных рисков. Но так как в тот период на рынок труда Турции выходило большое число молодого населения, то замедление экономического роста могло бы привести к крайне неприятным последствиям. Молодое безработное население – идеальная среда для развития анти-правительственных и анти-государственных настроений, что весьма опасно с точки зрения государственной стабильности. Особенно с учетом того, что Турция – страна с довольно сложными отношениями с близкими и дальними «партнерами».

Поэтому выбор был сделан в пользу роста экономики, платой за что стало ускорение инфляции и ослабление национальной валюты.

В российском варианте турецкий сценарий – это про необходимость роста экономики на фоне продолжения СВО. Кроме того, инфляция – гораздо меньшая «беда» в глазах дружественных стран, чем глубокая рецессия или вообще финансово-экономический кризис.

Если начнет реализовываться сценарий stagflation, то поворот к турецкому сценарию в России станет лишь вопросом времени.

Выводы и рекомендации

1. Крепкий рубль, похоже, необходимое условие для того, чтобы экономика избежала stagflation в 2026 году и пошла по базовому сценарию. Сильное ослабление рубля – очень плохой сигнал, в том числе, для финансовых активов. Исключение – валютные облигации. Этот сегмент является защитным.
2. Крепкий рубль не является достаточным условием того, что stagflation удастся избежать. Если инфляция предложения наберет обороты, то цены начнут расти и при крепком рубле. При этом высокие ставки и крепкий рубль будут негативно сказываться на росте. В ближайшие месяцы стоит внимательно следить за оперативными данными по инфляции. Ее рост в условиях крепкого рубля и высоких ставок – однозначный сигнал роста инфляции предложения. Это очень плохой сигнал для рублевых активов.
3. Для терпеливых инвесторов stagflation – хорошая точка входа в акции. Если stagflation быстро развернется в турецкий сценарий, то сочетание ускорения роста экономики, высокой инфляции и при этом относительно низких ставок – лучший вариант для рынка акций.

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 подразумевает 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».