



ВСЕ ЕЩЕ
ВРЕМЯ -
ДЛЯ УПРАВЛЕНИЯ
ВАШИМИ
ИНВЕСТИЦИЯМИ

Дед Йосиф
Об инвестициях, Иракли и Сергее

Владимир Брагин

Директор по анализу финансовых рынков
и макроэкономике УК «Альфа-Капитал»

Ставка не работает без рубля

КРЕПКИЙ РУБЛЬ КАК ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ ФАКТОР СПОСОБЕН ЗАМЕТНО УСКОРИТЬ СНИЖЕНИЕ СТАВКИ, А ЗНАЧИТ — ОТКРЫТЬ ЭКОНОМИКЕ ПРОСТРАНСТВО ДЛЯ РОСТА

Главный макроэкономист УК «Альфа-Капитал» Владимир Брагин — о том, почему экономика может выиграть от повышения НДС, почему рубль, по его мнению, остается недооцененным и как сегодня меняется поведение инвесторов на российском рынке.

Текст **Ольга Плотонова**

Фотографии **Павел Перов**

— Начнем с самого чувствительного события начала года — повышения НДС до 22%. Как вы оцениваете его последствия?

— Меня несколько удивило, насколько быстро эффект от повышения НДС проявился в розничных ценах, фактически основная перестановка цен прошла в новогодние праздники. В 2019 году, когда НДС был повышен на те же два процентных пункта, инфляционный импульс в начале года был гораздо слабее.

Разница во многом объясняется разным состоянием российской экономики. В 2019 году она была на подъеме, финансовые результаты компаний росли и бизнес мог взять на себя часть увеличившейся

налоговой нагрузки. Сейчас ситуация иная. С одной стороны, импульс импортозамещения дал компаниям пространство для роста, и не сказать, чтобы экономика последние годы стагнировала. С другой — три года жесткой денежно-кредитной политики (ДКП) подточили финансовое состояние части российского бизнеса. Совокупная прибыль по экономике снижалась два года подряд, а с учетом перераспределения прибыли в пользу банков давление на реальный сектор оказалось сильнее, чем в среднем по экономике.

Можно сказать, что жесткая ДКП, которая через охлаждение экономической активности и снижение совокупного спроса снижает



инфляцию, сработала как краткосрочный проинфляционный фактор. В рамках охлаждения экономики у компаний изымаются финансовые ресурсы, и при повышении НДС им приходится сразу перекладывать эту нагрузку на потребителей. При этом на более длинном горизонте увеличение налогов, как правило, действует дезинфляционно, так как это ограничивает экономическую активность и сокращает совокупный спрос в экономике.

Повышение НДС — это, по сути, разовый внешний фактор для инфляции, эффект от которого постепенно сгла-

В нынешней конфигурации приоритет поддержки экономической активности постепенно становится важнее, чем дальнейшее ужесточение ради борьбы с инфляцией. С инфляцией можно бороться до тех пор, пока экономика выдерживает такую борьбу.

живается. Рост НДС не сопровождается автоматическим повышением зарплат, поэтому реальная покупательная способность доходов населения снижается примерно на те же два процентных пункта, что довольно существенно. Поэтому дезинфляционное воздействие от повышения НДС должно начать проявляться довольно быстро.

Также стоит учитывать, что ожидание повышения НДС должно было стимулировать смещение активности на декабрь, именно поэтому инфляция тогда оказалась неожиданно низкой, а промышленное производство, наоборот, активизировалось. В январе мы видели уже другую картину — промышленное производство просело, а инфляция ускорила.

Сейчас уже ясно, что январский всплеск инфляции носил разовый характер, это была «перестановка» цен вслед за повышением НДС, в феврале рост потребительских цен быстро замедлился, что позволило регулятору продолжать цикл снижения ключевой ставки.

— Возвращаясь к денежно-кредитной политике — что, на ваш взгляд, ЦБ будет делать дальше?

— Регулятор всегда действует по фактической ситуации, то есть оценивает текущие макроэкономические данные и на их основе принимает решения. Если в условиях высоких ставок экономика будет скатываться в серьезную рецессию, долго удерживать ставку на высоком уровне уже не будет смысла вне зависимости от инфляции.

Почти все российские кризисы начиная с 1998 года сопровождались скачком инфляции. Исключением был 2020 год,

когда произошла техническая рецессия из-за локдаунов, тогда снижение экономической активности сопровождалось ослаблением инфляционного давления. В 1998, 2008, 2014 годах, а затем и в 2022-м спад ВВП сопровождался ускорением инфляции.

Во всех случаях логика примерно одинаковая: проблемы в экономике приводят к потере доверия к рублю, после чего он слабеет, вызывая ускорение инфляции. Хронология событий может меняться, но постоянно наблюдается связка «проблемы в экономике приводят к ослаблению рубля». А слабый рубль — это всегда инфляция.

Наш базовый прогноз по ключевой ставке на конец года — 13%. Несмотря на начавшийся в прошлом году цикл снижения ключевой ставки ЦБ РФ, монетарная политика все еще остается жесткой. Это выражается не только в превышении ставки над инфляцией, но и в жестких макропруденциальных мерах, направленных на ограничение кредитования. Сам регулятор

прогнозирует возвращение ставки в 2028 году в нейтральный диапазон 7,5–8,5% годовых, но это, на наш взгляд, во многом зависит от ситуации в экономике.

Если проблемы в экономике окажутся серьезнее, чем принято считать, ЦБ РФ может ускорить снижение ставки. Сейчас этому способствует и снижение инфляции, в том числе из-за повышения НДС, о чем мы говорили выше. Я бы не исключал и 10% к концу года.

А вот убедительного сценария для того, чтобы повышать ставку, я пока не вижу. В нынешней конфигурации приоритет поддержки экономической активности постепенно становится важнее, чем дальнейшее ужесточение ради борьбы с инфляцией. С инфляцией можно бороться до тех пор, пока экономика выдерживает такую борьбу.

— Но для многих компаний текущие условия остаются довольно сложными: высокая стоимость заимствований и рост издержек оказывают давление на бизнес. Насколько устойчиво компании могут работать в такой среде?

— На волне оптимизма в конце 2022 — начале 2023 года компании внутреннего спроса активно инвестировали в расширение производства, в склады, недвижимость, ожидая, что экономика будет расти быстрыми темпами, в том числе за счет секторов, связанных с госзаказом. Но дальше сработала классическая логика рыночной экономики: между инвестиционным решением и пониманием, насколько оно было верным, всегда есть временной лаг.

Когда все одновременно инвестируют в одну и ту же историю, растет риск ошибок. На макроуровне избыточные инвестиции в отдельные отрасли, которые потом не оправдываются, приводят не только к финансовым потерям, но и к неэффективному распределению ресурсов. Именно для предотвращения таких перекосов и нужна денежно-кредитная политика. Когда регулятор

видит чрезмерный инвестиционный разгон и риск перегрева в отдельных сегментах, он должен этот процесс ограничить. Иначе накопление инвестиционных ошибок может привести к более глубокому спаду, чем тот, который вызывает жесткая денежно-кредитная политика.

Денежно-кредитной политикой нельзя избирательно воздействовать только на перегретые сегменты экономики. Монетарные условия действуют на всех, даже на те отрасли, которые охлаждать не требуется. Понятно, что более слабые сегменты и компании, в том числе

Наш прогноз в последнее время смещается в пользу более крепкого рубля. Мы считаем, что по мере снижения инфляции и ставок курс может закрепиться в пределах 85 за доллар.

те, где наблюдался избыток инвестиций, первыми испытывают проблемы, но, так или иначе, давление ощущают почти все.

Когда жесткую денежно-кредитную политику критикуют за то, что она снижает экономическую активность, это выглядит непоследовательным. Ведь именно так она и должна работать. Если высокие ставки не охлаждают экономику, они не смогут снизить инфляцию.

— Но в 2023 и 2024 годах даже при высоких процентных ставках российская экономика росла намного сильнее ожиданий. Почему это происходило?

— Причин, на мой взгляд, три. Первая — это тот импульс, который возник внутри экономики, связанный с импортозамещением, а также ростом оборонного заказа, который подстегнул рост смежных отраслей. Это вывело обрабатывающую промышленность в лидеры роста, хотя и создало структурный дефицит на рынке рабочей силы. На фоне роста заказов и стремления

быстро занять открывшиеся рыночные возможности высокие ставки выглядели скорее досадным неудобством. Вторая причина — огромный кредит доверия к ЦБ РФ, который сформировался к началу 2023 года. После перехода к инфляционному таргетированию в конце 2014 года политика ЦБ РФ раз за разом приводила к заявленным результатам. Поэтому, когда ЦБ РФ начал повышать ставки в 2023 году, подавляющее большинство решило, что период высоких ставок будет, как обычно, коротким. А если он будет коротким, зачем на него реагировать?

И вот это отсутствие реакции экономических агентов серьезно ослабило влияние ставок на экономику.

Третья причина — это курс рубля. До 2022 года повышение ставок приводило к притоку спекулятивного капитала, что укрепляло рубль. А крепкий рубль — это, помимо деинфляционного фактора, еще и фактор охлаждения экономики, в частности экспортеров. Сейчас же влияние ставки на рубль очень сильно растянуто во времени и не так очевидно. Без свободного движения капитала этот канал влияния ставок на экономику критически ослаб.

— Есть ли вероятность, что мы снова увидим 100 рублей за доллар?

— Наш прогноз в последнее время смещается в пользу более крепкого рубля. Мы считаем, что по мере снижения инфляции и ставок курс может закрепиться в пределах 85 за доллар. При этом сценарий резкой девальвации мы не рассматриваем как базовый. За последние годы баланс сил на валютном рынке

существенно изменился: сократился внешний долг, ограничены возможности вывода капитала, изменилась структура бюджетных доходов, а торговый баланс остается в профиците. Совокупность этих факторов формирует устойчивое предложение иностранной валюты и продолжает поддерживать рубль. Но краткосрочных заходов к уровню 100 рублей за доллар я бы не исключал. Рынок остается «тонким», и эмоциональная реакция инвесторов может сильно влиять на динамику курса.

Но многие участники рынка по инерции закладывают ослабление рубля на длинном горизонте. Почему? Хороший вопрос. Возможно, это дело привычки или стойких стереотипов, наподобие тех, что самым безопасным активом являются казначейские облигации США. Для американского инвестора такое утверждение бесспорно, но когда ту же фразу без оговорок переводят в любой другой национальный контекст (в том числе через учебники по экономике), возникает автоматизм мышления: доверие к американскому госдолгу считается безусловным, отсюда безусловное доверие к иностранной «твердой» валюте, а к собственной валюте доверие настороженное. Это еще подкрепляется историей российских кризисов.

Говоря о курсе, важно помнить и про его связь с инфляцией. Если посмотреть на период с 2015 года, когда перешли к плавающему курсу рубля, можно заметить, что Центральный банк ни разу не добивался снижения инфляции без укрепления рубля. А ослабление рубля почти всегда приводит к росту инфляции, последний пример — 2023 год, когда за ослаблением рубля последовало ускорение роста цен.

Поэтому то, что происходит с рублем, критически важно для инфляции. Если по каким-то причинам рубль начнет слабеть не в пределах текущей волатильности в диапазоне 80–90 за доллар, а уйдет выше 100, это станет уже серьезной проблемой. Инфляционное давление



поставит под большой вопрос адекватность политики ЦБ РФ и сильно отодвинет достижение цели в 4% по инфляции.

Вариант «выше 100» также реален, если слишком жесткая политика ЦБ РФ заведет экономику в глубокую рецессию, тогда причиной ослабления рубля станет уже потеря доверия к российской экономике и активам. Но это уже привычный для нас сценарий стагфляции.

— Если говорить о внебиржевом формировании курса рубля, правильно ли считать его свободным, но регулируемым?

— Если рынок не виден на экране, это не означает, что его нет. Хороший пример — недвижимость. Очень трудно

сказать, сколько в точности стоит квадратный метр жилья в Москве: есть сделки, есть статистика, есть ориентиры, но нет единой биржи. Тем не менее рынок существует вполне полноценно. То же самое происходит и с валютой. Да, сделки могут проходить на разных площадках по немного разным курсам, но в целом это все равно рыночное ценообразование.

— А вам не кажется, что курс слишком укреплен?

— Нет. Более того, если исходить из задач экономики, рубль, на мой взгляд, мог бы быть намного крепче. Но я реалист — и понимаю, что причины

слабости рубля кроются в самой основе монетарной системы. И если она не изменится, ослабление рубля останется лишь вопросом времени. Эта система сформировалась после кризиса 1998 года. Именно тогда была построена модель, при которой эмиссия рублей оказалась завязана на рост валютных резервов. Она, кстати говоря, работает и сейчас. Чтобы такая система функционировала, стране нужен постоянный приток валюты, то есть устойчивый профицит торговли. Характерный пример — 2000-е годы: слабый рубль из-за масштабной покупки валюты в резервы и при этом огромный профицит внешней торговли. Тогда это



позволило восстановить доверие к российской экономике, а также обеспечить экономический рост денежной массой. Впоследствии пришлось даже придумывать, как ограничить приток рублей в экономику. Для этого были созданы Резервный фонд и ФНБ (сейчас есть только ФНБ).

Важно отметить, что других способов создания рублей в российской экономике просто нет. Я не говорю о банковском мультипликаторе, когда банки выдают кредиты, деньги оказываются на депозитах и снова кредитуются и тем самым увеличивают денежную массу. Речь идет об увеличении денежной базы, к чему этот самый мультипликатор прилагается.

Экономика растет, есть инфляция, бесконечно растягивать мультипликатор невозможно, а значит, необходима эмиссия. И вот тут возникает ключевой момент. Для того чтобы в экономике появилась дополнительная рублевая ликвидность, мы должны сначала экспортировать сырьевой ресурс или купить золото.

Вот как это выглядит. Мы добыли нефть, потратив на это финансовые и человеческие ресурсы, отправили ее за границу. Взамен в Россию пришла иностранная валюта, например юани, которые попали в резервы. Центральный банк под эти юани выпустил рубли — они поступили в бюджет

через налоги, которые уплатила нефтяная компания, остальное она потратила на свои нужды, то есть деньги пошли в экономику.

В сухом остатке: мы изымаем из собственной экономики ресурсы и производственный потенциал, получая взамен право напечатать некоторое количество рублей. Размер такой дополнительной нагрузки на экономику ~5% ВВП (минимальный размер торгового профицита до 2025 года), это примерная оценка того, какая часть реальной экономики работает на другие страны для того, чтобы мы могли эмитировать рубли.

Очевидно, что, если людей и ресурсы, которые заняты в производстве

на экспорт (сверх необходимого для покрытия импорта), направить на внутреннее производство, это должно позитивно сказаться и на росте экономики, и на уровне жизни. Если в 1998 году и даже в нулевые такая цена была оправданной, так как ситуация в экономике была совсем иной, то сейчас это большой вопрос рациональности такой системы.

Далее об инфляции. В описанной модели эмиссия денег сопровождается изъятием значимой части производственного потенциала из экономики, это источник инфляции издержек. Кроме

Нам нужен торговый профицит не только для того, чтобы накапливать золотовалютные резервы и поддерживать объем ФНБ, но и чтобы финансировать отток капитала. И вот это важный момент для понимания текущей динамики рубля.

того, если условные 5% экономики работают на другие страны без встречного потока товаров и услуг внутрь на эти же 5%, а денег у экономических агентов на 100% ВВП, то очевидно, что уровень цен должен вырасти на те же условные 5% для восстановления равновесия. А раз есть постоянная повышенная инфляция, то и рубль должен слабесть в рамках этой модели. Несмотря на санкционные ограничения, Россия по-прежнему сохраняет профицит внешней торговли. Сменились основные направления экспорта и источники импорта, сократился общий объем экспорта, изменилась его структура, снизился импорт. Однако есть одна вещь, которая остается неизменной. За последние 25 лет не было ни одного периода длиной в 12 месяцев, когда у страны возникал бы торговый дефицит. Более того, даже по счету текущих операций дефицит ни разу не фиксировался. Поэтому мы остаемся в старой парадигме, которая предполагает долгосрочное ослабление рубля.

Но здесь важно отметить, что нам нужен торговый профицит не только для того, чтобы накапливать золотовалютные резервы и поддерживать объем ФНБ, но и чтобы финансировать отток капитала. И вот это важный момент для понимания текущей динамики рубля.

Я общаюсь с молодыми аналитиками и часто вижу логику: если торговый профицит снизится, значит, рубль должен ослабнуть. Но это не совсем корректная логика. Ведь если снизился спрос на валюту для вывода денег за рубеж, значит, рубль должен укрепиться, а вот это уже

вызовет снижение чистого экспорта. Иными словами, даже если мы остаемся в старой парадигме эмиссии рублей, снижение оттока капитала само по себе уже снижает равновесное значение чистого экспорта. А оно достигается укреплением рубля.

С учетом этого рубль в моменте не переоценен, но вот долгосрочная динамика, если принципы денежной эмиссии не изменятся, — это его ослабление.

Правда, стоит помнить и о том, что экспорт нефти и газа, которые и формируют торговый профицит, — это не только вопрос экономики, но и внешней политики. В том числе он обеспечивает поставки в Россию критически важного оборудования, материалов и товаров, которые здесь произвести невозможно.

— То есть торговый профицит может быть полезен как запас прочности?

— Можно накопить сколько угодно резервов, но если внешняя торговля

внезапно разворачивается к дефициту, то нужны реальные потоки товаров и услуг, которые этот дефицит будут закрывать. Если же у вас до этого был искусственно созданный профицит, вы действительно можете им временно пожертвовать, чтобы компенсировать рост стоимости импорта.

Отличный пример — Европа, где после 2014 года стал формироваться серьезный профицит по счету текущих операций. Смысл этого был для меня загадкой, но, когда резко выросли цены на газ, регион оказался к этому готов. Европа пожертвовала профицитом и обеспечила себе поставки пусть и дорогого газа, но в нужных объемах. Поэтому говорить о том, что Европе критически тяжело покупать дорогой американский газ, на мой взгляд, не стоит. Она может себе это позволить. Поэтому в торговом профиците есть плюсы. Вопрос только в цене. Платить за него приходится повышенной инфляцией и ослаблением национальной валюты.

— Индекс доллара по отношению к мировым валютам снижается. Можно ли сказать, что его роль на финансовом рынке начинает слабеть?

— Доллар — мировая резервная валюта, и в этом смысле он становится одной из ключевых статей американского экспорта. Постоянный глобальный спрос на финансовые активы США оплачивает их торговый дефицит. А это, в свою очередь, со временем подрывает внутреннее производство: если можно вынести производство в более дешевые юрисдикции, стимулы производить внутри ослабевают. США получают преимущества за статус доллара как резервной валюты в виде повышенного уровня жизни, но платят за это постепенной деградацией внутреннего производства и, соответственно, ростом зависимости от остального мира. И в этом смысле действия Дональда Трампа в отношении экспорта нельзя

называть иррациональными. Усиление зависимости от внешнего производства для США критически опасно, а значит, нужно возвращать производство домой. Даже если для этого придется разрушить глобальное доминирование доллара, спровоцировать повышение инфляции и снижение уровня жизни. Сколько времени займет такой разворот и к чему именно он приведет — вопрос открытый, но, если это не сделать сейчас, позже цена будет значительно выше.

Если же оставить все как есть, США в обозримом будущем окажутся в ситуации, когда другие страны, например, Китай, смогут легко остановить производство, например, в оборонной промышленности или критически важных гражданских отраслях. Поэтому для США возвращение производства внутрь страны не столько экономическая, сколько стратегическая задача.

— То есть спасение американской промышленности может дорого обойтись всему миру?

— Безусловно. Это длительный процесс, и глобальная цена у него будет высокой. Если США начнут последовательно разворачивать производство внутри страны, многие другие экономики столкнутся с необходимостью перестраивать свои модели роста. Для стран, где нет сопоставимого внутреннего рынка, это особенно болезненно.

Американский потребитель по масштабу и платежеспособности до сих пор остается уникальным. Под такой уровень жизни невозможно одновременно подтянуть весь мир: на это просто не хватит глобальных ресурсов. Значит, перераспределение неизбежно. Где-то уровень жизни будет расти, где-то — снижаться, а где-то будут меняться сами источники роста.

— Вернемся к России. Неожиданный рост ВВП в 2022–2024 годах был скорее вопреки обстоятельствам или благодаря им?

— И вопреки, и благодаря. Когда в середине 2022 года мы утверждали, что в 2023-м экономика будет расти, это выглядело почти контринтуитивно. Тогда мы были чуть ли не единственными, кто говорил про рост в 2023 году. Но моя логика была довольно простой: в экономической системе оставалось много свободных ресурсов, ограничения на вывод капитала стали мощным внутренним фактором роста инвестиций, а сложности с импортом толкнули импортозамещение. Госзаказ усилил этот эффект. Да, были истории, когда импортозамещение оказывалось скорее сменой этикетки, чем полноценной локализацией, но даже в этом случае частичное замещение импорта дает заметную прибавку к ВВП. К тому же есть множество примеров, когда импортозамещение оказалось вполне эффективным.

Если говорить о практике, мы это видим и по нашим идеям в области прямых инвестиций, и по общению с разными бизнесами. Самым сложным был не 2022 год, тогда неопределенность быстро сменилась пониманием роста внутреннего спроса, а 2025 год, когда многим компаниям пришлось расплачиваться за недооценку длительности периода высоких ставок. Очень многие в 2023 и 2024 годах брали кредиты по плавающим ставкам, предполагая, что ЦБ довольно быстро справится с инфляцией, но жесткая монетарная политика осталась с нами на несколько лет.

— Разве Банк России в 2024-м не делал намеки на смягчение ДКП?

— Здесь большую роль сыграл фактор доверия. ЦБ действует очень последовательно. После 2014 года он реагировал корректно, во время пандемии не стал механически ужесточать политику на фоне скачков инфляции, в 2022 году тоже сыграл важную стабилизирующую роль. Рынок привык считать, что Банк России точно понимает, что делает, и доверяет регулятору. На мой взгляд, этот кредит доверия усилился как раз

в 2022 году, когда ЦБ сначала резко поднял ставки, а затем довольно быстро пошел на снижение. Это действительно выглядело как эффективная стабилизация. И отчасти так оно и было.

Но параллельно добавились и другие факторы — ограничения на отток капитала, сохранение экспортной выручки внутри страны, невозможность купить иностранную валюту в прежнем объеме. Сначала рубль резко ослаб на эмоциях, а потом, когда стало понятно, что деньги в страну приходят, а обратно уходить почти не могут, рубль укрепился, а вместе с ним резко снизилась и инфляция — в какой-то момент доходило почти до дефляции.

В 2023 году логика решений регулятора во многом сохранялась: надо повысить ставку, чтобы снизить инфляцию. Однако внешняя среда уже изменилась. Финансовые потоки перестроились, избытка валюты уже не было, в том числе из-за снижения цен на нефть. Когда ограничения начали ослабевать, восстановился и отток капитала, рубль ослаб, что ускорило рост потребительских цен.

Далее с рынком злую шутку сыграл высокий кредит доверия к ЦБ РФ. Все были уверены, что у ЦБ снова получится быстро вернуть инфляцию под контроль, а значит, высокие ставки — временное явление. Поэтому многие экономические агенты просто не меняли свое поведение: не пересматривали инвестиционные планы, не снижали потребление, не отказывались от кредитов в расчете на скорое смягчение. В такой ситуации ЦБ не мог оперативно погасить инфляцию, особенно с учетом сломавшегося механизма влияния ставки на инфляцию через курс. Если участники экономики не меняют поведение, денежно-кредитная политика теряет и эту часть своей эффективности.

Из-за этого не произошло сокращения совокупного спроса, а с учетом слабого рубля, создававшего дополнительное инфляционное давление, ЦБ РФ пришлось еще больше ужесточать ДКП.

В результате случился большой рост расходов на обслуживание долга и быстрое ухудшение финансовых показателей компаний.

— С 2022 года мы находимся в ограниченном доступе к мировым рынкам, в том числе в расчетах. На ваш взгляд, ситуация уже стабилизировалась?

— Последнее действительно серьезное ужесточение произошло в конце 2024 года, когда платежи во многом стали возможны только через сложные агентские схемы. Это было болезненно несколько месяцев, но затем экономика адаптировалась. Уже к концу 2025 года разговоров о двойных курсах и экзотических платежных схемах стало заметно меньше. Какие-то трудности, конечно, сохраняются, но в целом видно, что система приспособилась.

Более того, сейчас вводятся различные ограничения на ввоз автомобилей, растут утилизационные сборы и так далее. На мой взгляд, это косвенно показывает, что импортировать стало проще. И государство в ответ защищает те отрасли, которые считает уязвимыми.

Автомобилестроение здесь показательный пример. После ухода «западных» производителей оказалось, что внутреннее производство не успевает закрыть спрос, а «восточные» поставщики не готовы моментально занять их место. Для стратегически значимой отрасли это означает одно: уровень протекционизма будет высоким. Но сам факт того, что такие меры применяются столь активно, говорит о том, что проблема физической поставки товаров в страну в значительной степени уже решена.

— То есть эффект первых двух лет импортозамещения постепенно сходит на нет из-за возвращения импорта и допуска иностранной продукции?

— Нет, я бы так не сказал. Просто цикл запуска производства намного длиннее, чем многим кажется. Строительство

или ремонт, завоз оборудования, пусконаладочные работы, — все это требует времени. Например, мы инвестируем в ряд проектов в рамках направления прямых инвестиций и видим, что стандартный срок запуска линии — около двух лет. Сначала нужно найти и подготовить помещение, завести оборудование, провести монтаж и пусконаладочные работы. У одной нашей компании год ушел только на поиск подходящей площадки, еще полгода на ремонт, и только потом началась поставка и настройка станков.

Поэтому те мощности и производства, которые запускаются сейчас, — это, по сути, решения, принятые два-три

Если США начнут последовательно разворачивать производство внутри страны, многие другие экономики столкнутся с необходимостью перестраивать свои модели роста. Для стран, где нет сопоставимого внутреннего рынка, это особенно болезненно.

года назад. Начальный эффект импортозамещения давали в основном уже существующие производства, которые можно было быстро расширить или видоизменить. Так что мы еще увидим рост российского производства.

— На чем сегодня строить оптимизм? Нас ждет длительный период охлажденной экономики?

— Пессимизм не лучший рабочий инструмент для макроанализа. Экономика и рынок — живые системы, которые очень хорошо адаптируются и приспосабливаются к новым условиям.

Экономика циклична: чтобы начался новый цикл роста, обычно требуется пройти фазу спада. Можно вспомнить, что перед бурным ростом ВВП на 10% в 2000 году был непростой период снижения на 4–5% в 1999-м. Тогда важнейшим ресурсом была высокая безработица, которая достигла 14%: людей можно было быстро вовлекать в производство.

Безработица стала ресурсом для роста. Сейчас ситуация сложнее, но элементы скрытой безработицы все равно есть. Многие компании наняли персонал с запасом и недогружают его — это резерв для роста производительности.

Второй момент — низкая загрузка мощностей. Даже без расширения и нового большого инвестиционного цикла в экономике остается пространство для роста за счет более полной загрузки уже существующих производств.

Третий важный фактор — экспорт. Мы, на мой взгляд, недооцениваем стоимость поддержки постоянного торгового профицита. Если страна много экспортирует, но не получает сопостави-

мого встречного потока товаров и услуг, такой экспорт не работает на развитие. В этом смысле крепкий рубль способен стать не тормозом, а фактором оздоровления: он помогает очищать экономику от избыточного экспорта.

При этом новые производства, которые запускаются сейчас, по-прежнему используют импортные станки и оборудование. Эти поставки в основном идут через Китай, куда техника приходит из Южной Кореи, Европы и других стран. При желании оборудование можно достать. Да, оно обходится дороже, чем раньше, но крепкий рубль все равно помогает импортерам и инвестиционным проектам.

Наконец, высокая ставка — это не навсегда. Сейчас экономика проходит дно цикла, и в такие периоды пессимизм достигает максимальной точки. Да, экономика может еще пройти через рецессию, но долгосрочная динамика все-таки видится очень позитивной.

— Может ли быть такое, что после жесткой политики экономика не сможет восстановиться?

— Экономика всегда находит способ адаптироваться. Вопрос в цене и траектории этой адаптации. Крепкий рубль как дезинфляционный фактор в сочетании с нормальным уровнем ставки могут запустить новый цикл экономического роста.

Я вижу два основных сценария. Первый — мягкая посадка и крепкий рубль, который помогает снизить инфляцию. Тогда ЦБ получает пространство для более активного снижения ставки, и экономика выходит в новый цикл без резкого инфляционного отката. Второй сценарий — «пережить» экономику. Тогда спад окажется достаточно сильным, чтобы подорвать доверие к рублю, он начнет слабеть, а дальше мы рискуем получить полноценную стагфляцию — сценарий, которого особенно хотелось бы избежать.

Ставка при этом критически важна. У многих компаний сейчас чрезвычайно дорогой оборотный капитал. Бизнес платит до 30–40%, и эти расходы в итоге перекладываются в конечные цены. Пока компании еще держатся, но реакция на повышение НДС показала, что запас по марже у многих уже близок к пределу. Можно объяснить просто: оборотный капитал — это деньги, которые нужны сегодня, чтобы получить прибыль позднее. Значит, стоимость финансирования производственного цикла автоматически добавляется к цене. И в условиях нынешних ставок это уже очень существенная нагрузка на себестоимость.

Поэтому, как это ни странно, снижение ставки может стать и дезинфляционным фактором.

— Через инструменты фондового рынка эти деньги нельзя заместить?

— В обозримом масштабе — нет. На рынке очень хорошо умеют считать цену риска и денег. Теоретически можно

попытаться привлечь деньги в акционерный капитал, но эта задача сейчас ничуть не легче из-за малого объема рынка прямых инвестиций.

— Как вы оцениваете развитие инвестиционной культуры среди частных инвесторов в России?

— На рынке существуют разные подходы к инвестированию. Один из них ориентирован на долгосрочное владение активами, другой — на активную торговлю, так называемый трейдинг. Классические инвестиции предполагают

Экономика всегда находит способ адаптироваться.

Вопрос в цене и траектории этой адаптации. Крепкий рубль как дезинфляционный фактор в сочетании с нормальным уровнем ставки могут запустить новый цикл экономического роста.

длительный горизонт владения бумагами и связаны с развитием бизнеса, реализацией проектов и ростом стоимости компаний. Такие инвестиции требуют более глубокого анализа и спокойного и взвешенного принятия решений. Краткосрочные факторы и колебания рынка должны влиять на решения лишь ограниченно.

К сожалению, информационная среда формируется из внимания на краткосрочных движениях и сделках, что смещает фокус участников на более частые операции и спекуляции. Понятно, что ликвидность на рынках не может существовать без активной торговли, она же формирует рыночные цены, однако устойчивое развитие рынка в большей степени опирается на долгосрочный капитал и инвестиционные стратегии.

В этом контексте значимую роль играет развитие финансовой грамотности и формирование осознанного подхода к инвестициям. Мы, например, уделяем этому особое внимание. Проводим бизнес-встречи, готовим

аналитические материалы и стараемся простым языком объяснять, что происходит на рынке. Мы, как управляющая компания, доносим до клиентов идею более спокойного и осознанного подхода. Если инвестиционное решение принято на основе качественного анализа и нацелено на длинный горизонт, оно не предполагает постоянной торговой активности. Как показывает практика, устойчивые результаты чаще связаны с последовательной стратегией, а не с частыми операциями. Наша продуктовая линейка также во многом ориентирова-

на на долгосрочные решения. Например, если говорить о прямых инвестициях — там горизонт вложений составляет от двух лет.

В последние годы наблюдается рост интереса к более взвешенному и долгосрочному инвестированию со стороны частных инвесторов. Их число на МосБирже составило 40,1 млн по итогам 2025 года. В целом меры по развитию фондового рынка и привлечению новых участников можно оценить позитивно.

— К какому сценарию денежно-кредитной политики вы ближе в вашем прогнозе? И что в этом году особенно будет нуждаться в поддержке и инвестициях?

— Мне кажется, этот год вообще может стать разворотным. Если за счет крепкого рубля и эффекта повышения НДС инфляция действительно начнет заметно замедляться, а ЦБ получит возможность быстро снизить ключевую ставку, то это будет базово хороший сценарий. В этом случае, даже если в первом квартале экономика окажется в рецессии,



дальше мы можем увидеть вполне уверенный отскок и сильную инерцию роста уже на 2027 год и далее.

Когда я слышу прогнозы о том, что экономика три года подряд будет расти по 1%, мне в это трудно поверить. Такой сценарий предполагает почти полное отсутствие цикличности, а это плохо сочетается с тем, что мы видим сейчас: мы находимся в цикле. В 2023–2024 годах был выраженный подъем, сейчас идет фаза охлаждения, и вполне возможно, что мы постепенно приближаемся к нижней точке цикла. Если ставка продолжит стабильно снижаться, а ситуация в экономике — улучшаться, то это позволит задействовать

свободные мощности, включить резерв по трудовым ресурсам, ускорить уже идущие инвестиционные проекты. Все это создаст хороший задел для роста в следующие годы.

Негативный сценарий, как и прежде, упирается в инфляцию. Если повышение НДС даст не разовый, а все-таки нарастающий инфляционный эффект и компании начнут последовательно переносить издержки в цены, это будет уже серьезной проблемой. Также серьезной проблемой может стать инфляция издержек из-за длинного периода высоких ставок. Если в этой ситуации ЦБ ответит новым повышением ставки, спад в экономике станет еще глубже.

И вопреки распространенному тезису о том, что высокие ставки поддерживают рубль, в условиях сильного экономического спада мы, скорее всего, получим стагфляцию.

Это уже действительно опасная траектория, потому что выход из нее займет больше времени, а спад может оказаться намного глубже. Тогда неизбежно возникнут и вопросы к эффективности денежно-кредитной политики, и более широкая дискуссия о политических изменениях финансово-экономического блока. И на фоне рецессии в экономике нам будет очень сложно выдержать устойчивые позиции в торговых переговорах с международными

партнерами. Но, повторю, это не базовый сценарий, и мы не рассматриваем вариант повышения ставки в обозримом будущем.

— Как геополитическая напряженность на Ближнем Востоке повлияет на российскую экономику?

— Здесь прежде всего важен нефтяной фактор и более широко — реакция сырьевых рынков. Эскалация на Ближнем Востоке резко увеличила геополитическую премию в нефти. Но самое главное — нанесла материальный и репутационный ущерб для стран и инфраструктуры залива. Если Ормузский пролив закрыт, то это не только высокие цены на нефть, но и физический дефицит нефти и некоторых других важных товаров, а значит, будет разрушение производственных цепочек. Уже не говоря о том, что перевозчики будут обходить регион через Африку, что увеличит логистику примерно на 20 дней. К тому же крупные страны-импортеры будут стремиться нарастить стратегические запасы нефти, чтобы снизить свои риски, что будет поддерживать котировки черного золота.

Однако к высоким ценам на нефть стоит относиться осторожно. С одной стороны, они поддерживают российский рынок акций и бюджетные доходы. С другой — создают инфляционные риски. Когда доходы бюджета растут, обычно ослабевает бюджетная дисциплина, а часть расходов начинает финансироваться за счет нефтегазовых доходов. Мы уже говорили о том, что это усиливает инфляционное давление, хотя эффект проявляется не сразу, а с лагом примерно в полгода-год. Исторически можно заметить, что рост цен на нефть со временем нередко сопровождается ускорением инфляции. Поэтому текущая ситуация, особенно на фоне действий ЦБ РФ, выглядит неоднозначно.

Кроме того, высокие цены на нефть оказывают давление на мировую экономику. Если рост окажется слишком

сильным и продолжительным, например, выше 150 долларов за баррель, это может снизить спрос со стороны покупателей и привести к замедлению глобальной экономики или даже к рецессии. Для России это также риск, поскольку снижение мировой экономической активности обычно ведет к последующему падению спроса на энергоносители, как это было, например, в 2008 году.

Что касается фондового рынка, то бенефициарами выступают не только нефтегазовые компании, но и производители удобрений и алюминия, так как Ормузский пролив используется для поставок этих ресурсов. При этом важно не забывать, что, несмотря на привлекательность нефтяных компаний, ряд внутренних историй выглядят еще интереснее и имеют значительный потенциал роста, особенно в сценарии снижения ключевой ставки. Например, при ставке около 14% потенциал роста может составлять десятки процентов, а при дальнейшем снижении — еще выше. Поэтому текущий рост нефтяного сектора не означает, что стоит полностью переключиться на нефтянку. Локальные истории, не зависящие от цен на энергоносители, остаются сильным инвестиционным кейсом. ■

Биография

Владимир Брагин, директор по анализу финансовых рынков и макроэкономике УК «Альфа-Капитал»

Более 20 лет в инвестиционной индустрии. Имеет обширный опыт преподавательской деятельности.

В УК «Альфа-Капитал» работает более 15 лет и отвечает за направление макро- и стратегического анализа России и развивающихся стран. Участвует в разработке продуктов и сервисов на базе искусственного интеллекта и машинного обучения.

Отвечает за развитие стратегий прямых инвестиций. Один из самых цитируемых российских макроэкономистов. Имеет сертификат CFA.