

## МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



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

### Парадокс блокировки резервов

*В последнее время в СМИ активно муссируется идея ограничения российского экспорта нефти и газа в Европу, вплоть до полного отказа. Главным аргументом в данном случае является то, что таким образом будет нанесен удар по российской экономике. Но если разобраться в истории вопроса, то картина получается несколько иной, а последствия таких ограничений не так однозначны. Более того, в условиях блокировки валютных резервов, России в нынешних условиях самой придется ограничивать объемы экспорта, и я не имею в виду ситуацию, когда не проходят платежи за поставки товаров в Европу.*

#### Блокировка валютных резервов

Блокировка валютных резервов – это не просто потеря контроля над огромной накопленной суммой (300 млрд USD). Это еще и разрушение устоявшихся финансовых механизмов, которые обеспечивали баланс интересов РФ и западных стран в вопросах взаимной торговли.

Первое. Главный способ накопления валютных резервов – это покупки валюты центральным банком на рынке, что приводит к ослаблению национальной валюты, в нашем случае, рубля. Таким образом накопление валютных резервов – это побочный продукт сдерживания укрепления национальной валюты. Соответственно, единственное применение валютных резервов – это возможность сдержать ослабление национальной валюты или даже обеспечить, при необходимости, ее укрепление. Именно это, кстати, и стало источником недавней паники на российском валютном рынке.

Второе. Валютные резервы – это активы страны. Но, как мы знаем из бухгалтерского учета, у каждого актива должен быть пассив (обязательство). Поэтому валютные резервы РФ в долларах или евро – это обязательства США и Еврозоны перед РФ, а значит накопление валютных резервов – это кредитование стран, в чьих валютах такие резервы накапливаются. Таким образом, блокировка валютных резервов – это не только де-факто дефолт по обязательствам западных стран, но еще и запрет возможности их кредитования Россией.

Третье. Бюджетное правило больше не может нормально работать. Поэтому контролировать приток валюты в страну более невозможно. Цепочка транзакций, составляющая основу бюджетного правила: «НДПИ + экспортные пошлины => доходы бюджета => ФНБ => валюта в ЗВР» более невыполнима, так как не работает последний шаг.

*Продажа нефти и газа в кредит больше невозможна*

Особое внимание стоит обратить на последний шаг. Валюта, которую скупал ЦБ РФ и отправлял в валютные резервы, поступала в значительной степени от продажи нефти и газа, а также металлов. Эти средства, отправляясь в резервы, де-факто шли на кредитование ныне «недружественных стран». Получается, что та же Европа (на макроуровне) получала российский экспорт с большим дисконтом, так как «отрабатывать» полную его стоимость, в виде поставок в Россию товаров и услуг, европейской экономике не приходилось.

И здесь возникает первый парадокс: *если Россия больше не может кредитовать западные страны, накапливая резервы в их валютах, то получается, что для их экономик, при прочих равных, и нефть, и газ будут обходиться дороже. Даже без учета роста сырьевых цен.*

*Валютные резервы как защита от Голландской болезни*

Причина, по которой российской экономике требовалось удаление избыточной экспортной выручки, очень проста: снижение нефтяной зависимости, известной еще как «Голландская болезнь».

Голландская болезнь – это ситуация, когда в условиях больших экспортных доходов, например, от нефти и газа, происходит укрепление национальной валюты, рост импорта и деградация несырьевого сектора промышленности. Единственный действенный способ ее лечения – изоляция избыточных экспортных доходов от экономики. В России последние несколько лет эту задачу выполняло бюджетное правило, которое создавало для бюджета и экономики условия стабильно невысоких цен на нефть.

В отсутствие возможности накапливать валютные резервы у российского правительства в обозримой перспективе возникнет довольно странная проблема: как ограничить размер доходов от экспорта нефти и газа, попадающих в экономику? Если раньше мы экспортировали нефть и импортировали доллары и евро (продавали нефть в долг), то в текущих условиях в экономику может начать поступать вся получаемая выручка. При сопоставимых физических объемах экспорта и более высоких ценах, а также условии, что валютная выручка все-таки приходит в Россию и на ее валютный рынок, это будет означать сильное укрепление рубля, а значит и проблемы у несырьевого экспорта, рост импорта, то есть все признаки той самой Голландской болезни.

Отсюда второй парадокс: *в условиях блокировки валютных резервов России самой придется ограничивать экспорт сырьевых товаров в страны, валюты которых не могут быть отправлены в резервы ЦБ.*

*Что будет с компаниями?*

Если представить, что будет, если Россия ограничит экспорт нефти и газа в недружественные страны, то картина складывается довольно интересной.

Может показаться, что раз нефтегазовые компании смогут меньше экспортировать, то это однозначно ударит по их финансовым показателям, ведь внутренний спрос не сможет перекрыть падение продаж. Но если принять во внимание, что теперь Минфину не нужно будет отправлять в ФНБ избыточные доходы, то у правительства есть возможность снизить налоговую нагрузку на экспортеров.

Это все о той же больше не работающей цепочке транзакций: «НДПИ + экспортные пошлины => доходы бюджета => ФНБ => валюта в ЗВР», отмена которой позволяет снизить налоговую нагрузку.

Бонусом получаем избыточные добывающие мощности, которые дают возможность экспорта, причем, с дисконтом, по другим направлениям. Напомню, что благодаря

бюджетному правилу «резервная цена» экспорта нефти и газа из России очень низкая, что дает огромные преимущества в условиях роста мировых цен на ресурсы.

### *Экспорт за рубли*

Кстати, заявление президента о том, что необходимо в срочном порядке переходить на рубли в расчетах за экспорт газа тоже следствие блокировки резервов. И у нее, с учетом состояния платежного баланса, а также описанной выше возможности РФ по сокращению физических объемов экспорта, есть ряд преимуществ:

- Платежи в рублях, а значит идут через российские банки. Если фактом оплаты станет получение средств на счет в российском банке, то заблокировать или затормозить их будет невозможно без того, чтобы не возникло основание приостановить поставки.
- Покупателям газа потребуются рубли, которые им придется либо как-то покупать (например, через Мосбиржу), либо зарабатывать, экспортируя в РФ товары и услуги. Все это потребует выстраивания новых линий, а также формирования запасов рублей у нерезидентов для обслуживания платежей. Для рубля это будет серьезным фактором поддержки.
- «Головная боль» по выстраиванию и восстановлению финансовых каналов ложится на те страны, которые ранее вводили ограничения. Это предполагает, в том числе, серьезный пересмотр ранее введенных ограничений.
- Увеличение числа экономических агентов, заинтересованных в стабильности рубля должно благоприятно сказаться на стабильности валютного курса, а значит и на инфляции в РФ.

### *Вопрос валютных резервов остается открытым*

То, в какой валюте оплачивается экспорт, принципиально не влияет на баланс спрос и предложения на валютном рынке. Если импорт из России Европа оплачивает в рублях, то покупать она их будет за евро. То есть, на рынке получаем то же предложение иностранной валюты против рубля, что и раньше. А дисбаланс спроса и предложения валюты на рынке, вызывающий укрепление национальной валюты – это, в случае России, уверенный шаг к усилению сырьевой зависимости.

Поэтому вопросы, связанные с Голландской болезнью, остаются пока открытыми. Теоретически Европа для оплаты российского экспорта может занимать у России рубли, и Европейский рублевый долг в таком случае может выступать как замена валютных резервов. Другой вариант, более реалистичный, – накопление резервов валютах третьих стран, например, юанях.

Еще вариант – расширение кредитования третьих стран, причем так как будет стоять задача избавить Россию от избытка экспортных доходов, то вопрос возвратности таких кредитов становится не приоритетным. В этой же логике находится и отмена некоторых ограничений на движение капитала, причем даже в одностороннем порядке.

Так что пока вопрос о том, куда будет стравливаться избыточная экспортная выручка, остается открытым.

### Выводы и рекомендации

1. Все прошедшие события не нарушили основного фактора поддержки рубля: значительного положительно сальдо по торговому балансу и счету текущих операций. Как следствие, если не реализуется сценарий устойчиво высокой инфляции, рубль не будет сильно слабеть к другим валютам.
2. Блокировка золотовалютных резервов, помимо прочего, лишила Россию возможности поставлять сырьевые товары в Европу со скрытым дисконтом в виде кредитования ее экономики через

наращивание валютных резервов. Продажа нефти и газа без этого дисконта должны означать сильное укрепление рубля.

3. Россия может позволить себе сейчас резкое снижение физических объемов экспорта, причем необязательно, что от этого пострадают нефтегазовые компании. Правительству достаточно будет сократить налоговую нагрузку на величину, которая ранее уходила в ФНБ.
4. Предложение по расчетам в рублях в текущих условиях решает массу проблем российских экспортеров. А необходимость покупки рублей европейскими импортерами газа может очень серьезно изменить расклад сил на валютном рынке.

---

### 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, в том числе транслируемых агентствами Bloomberg и Reuters.

«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.»