

## МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



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

### Рубль. Техническая слабость

*Ослабление рубля, сменившее его укрепление, спровоцированное попаданием МосБиржи в список SDN, оказалось довольно резким, и вызывает массу вопросов не только у тех, кто ставил на стабильный или крепкий рубль, но даже у сторонников его ослабления. Для меня очевидно, что с учетом торгового профицита и проблем с движением капитала ослабление рубля является странным. Более того, оно не является экономически целесообразным. Тем не менее причина есть, и кроется она, похоже, в механизме внешнеторговых платежей.*

*Торговый  
профицит и  
отток капитала*

Одним из аргументов при обсуждении вопросов курса рубля является профицит торговли и его изменения. Может показаться, что, исходя из соотношения объемов экспорта и импорта, рубль обязательно должен укрепляться.

Но это не совсем так. Торговый профицит, который формирует предложение иностранной валюты, должен уравниваться дефицитом по финансовому счету и ростом валютных резервов ЦБ РФ. То есть избыток валюты, полученный от внешней торговли должен где-то «оседать», причем вариантов, куда деваются деньги от экспорта, не израсходованные на оплату импорта, оплату услуг, выплату процентов и дивидендов за рубеж, не очень много:

1. Приобретение иностранных активов, включая увеличение остатков на валютных счетах, в том числе, иностранных банков.
2. Погашение обязательств, в т.ч. внешнего долга
3. Рост валютных резервов ЦБ

Теперь немного о порядке цифр. Исходя из данных ЦБ РФ, по итогам 8 месяцев этого года экспорт составил USD 273.7 млрд, торговый баланс – USD 86.4 млрд., а счет текущих операций – USD 40.5 млрд. Если из этого вычесть чистое погашение внешних обязательств на USD 16.6 млрд., то остается всего USD 23.9 млрд. Вот эта сумма в первом приближении распределяется между чистым приобретением внешних активов и изменением резервов ЦБ.

Сумма, на самом деле, очень небольшая, менее 9% объема экспорта. Поэтому даже относительно небольшие изменения в объемах продажи выручки экспортерами на рынке могут очень существенно влиять на баланс спроса и предложения на валютном рынке.

Если же принять во внимание, что за 8 месяцев валютные резервы ЦБ РФ сократились на USD 11.5 млрд, то с поправкой на чистые ошибки и пропуски выходим цифру USD 38 млрд – такую оценку дает ЦБ РФ по статье «чистое приобретение финансовых активов» и связывает рост относительно прошлого года с увеличением «прочих» инвестиций и увеличением лагов в расчетах по внешнеэкономической деятельности. Проще говоря, это либо остатки на счетах за рубежом, либо задолженность иностранных покупателей.

Детальной разбивки по этой статье ЦБ РФ не публикует, так что остается анализировать косвенные данные.

*Агентская схема  
оплаты импорта*

Затруднения с расчетами по внешней торговле привели к появлению агентских схем. Суть их довольно проста. Есть экспортер, который получает деньги от иностранного покупателя на свой иностранный счет. Есть импортер, у которого есть рубли, которыми он хотел бы оплатить импорт. Роль агента состоит в том, чтобы забрать рубли у импортера, забрать эквивалентную сумму в валюте с зарубежного счета экспортера и передать ее поставщику импортера.

Как нетрудно заметить, платежи в рублях проходят внутри России, в валюте – вне России, и ни рубли, ни иностранная валюта границу на деле не пересекают. Поэтому решение проблемы оплаты импорта через агентские схемы не оказывает непосредственного влияния на курс рубля.

Важно другое. Широкое использование агентских схем возможно только в одном случае: если у экспортеров скапливается большой объем валюты на зарубежных счетах. Более того, для импортеров интереснее покупка валюты, которая уже находится на зарубежных счетах, так как это снижает и время транзакций, и связанные с этим риски.

То, что много валюты скапливается на внешних счетах, означает, что меньше валюты попадает в российский контур. А так как курс определяется внутренним контуром, то рубль будет слабеть, несмотря ни на какой профицит внешней торговли.

*Санкции против  
МосБиржи и НКЦ*

После включения МосБиржи и НКЦ в SDN сначала наблюдалось резкое укрепление рубля, так как участники рынка стремились уйти от риска блокировки валютных активов, распродавая юани. Вместе с тем, биржевой рынок стали по возможности покидать и экспортеры, поэтому баланс спроса и предложения стал смещаться в сторону ослабления рубля, что мы сейчас и наблюдаем.

Санкции должны вступить в силу 12 октября (если не будут отложены, как это иногда случается), после чего операции с иностранной валютой в российском периметре будут, как минимум, сильно затруднены. То, как это будет выглядеть на практике, заранее сказать невозможно, и эта неопределенность - еще один повод воздержаться от заведения иностранной валюты в российский периметр.

*Норматив  
продажи валюты*

Если к этому добавить снижение норматива обязательной продажи валютной выручки с 60% до 40% (эту долю валютной выручки экспортеры обязаны зачислять на счета в уполномоченных банках с последующей продажей 90% зачисленной суммы за рубли), то очевидно, куда должен смещаться баланс спроса и предложения на валютном рынке.

Отметим, что в пояснении к решению указано: «Решение принято с учётом стабилизации курса национальной валюты и достижения достаточного уровня валютной ликвидности» (см. <http://government.ru/news/52114/>)

Простая арифметика показывает, что 18% (90% от 20%) от USD 273.7 млрд. экспорта за 8 месяцев составляет почти USD 50 млрд. Если вспомнить цифры погашения внешнего долга или снижения валютных резервов за тот же период, то нетрудно понять, что снижение обязательной продажи валютной выручки могло очень серьезно изменить соотношение спроса и предложения на рынке. Более того, это могло быть одной из главных причин влияния на курс рубля в последнее время.

Если вспомнить, как двигался российский валютный рынок, то с осени 2023 года именно введение и последующие продления и коррекции нормативов продажи валютной выручки во многом и определяли динамику курса рубля. Отсюда возникает логичный вопрос: в чем смысл слабого рубля?

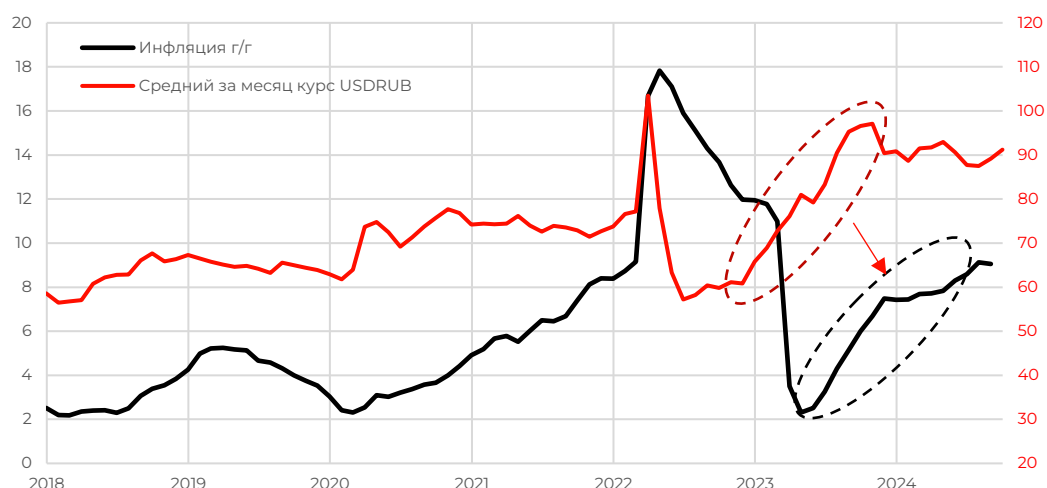
Если не брать в расчет идею от том, что курс рубля должен быть обязательно рыночным (что это такое в условиях санкций, инфраструктурных ограничений и структур их обхода не совсем понятно), то более или менее логичным объяснением остается цель по накоплению валютных квази-резервов (формируемых вместо ЦБ РФ крупными экспортерами). Других экономических преимуществ для России от слабого рубля сейчас попросту нет.

### Слабый рубль и ускорение инфляции

За неполные 3 года прошло 2 волны ослабления рубля и, что характерно, за ними следовали 2 волны ускорения инфляции. Первая волна – сразу после начала СВО, тогда внутренние потребительские цены быстро отреагировали на цену и доступность импорта. Вторая волна была более размеренной, ослабление рубля началось в конце 2022 года и продолжалось почти год по итогам которой курс рубля к доллару США вырос почти в 1.8 раза. То, что инфляция стала расти позднее, ближе к середине 2023 года абсолютно нормально.

ЦБ РФ провел первое повышение ставки 15 августа 2023 года на внеочередном заседании на следующий день после того, как курс превысил отметку USDRUB 100, отметив в пресс-релизе, в том числе, влияние курса на инфляцию и инфляционные ожидания (см. [https://www.cbr.ru/press/pr/?file=15082023\\_103000Key.htm](https://www.cbr.ru/press/pr/?file=15082023_103000Key.htm)). Ставка тогда была повышена сразу на 4 п.п. (с 8% до 12%).

График. Инфляция и курс рубля



Впоследствии, вопрос курса рубля как-то ушел из пресс-релизов к последующим решениям по ставке. Видимо, потому, что укрепление рубля – это один из каналов влияния ключевой ставки на инфляцию, который работал до СВО. Повышение ставки приводило к притоку спекулятивного капитала на рынок, укрепляло рубль, что

приводило к удешевлению импорта, а также сдерживало рост внутренних цен на экспортируемые товары. В нынешних же условиях влияние ставки на курс минимально, и эта часть трансмиссионного механизма не работает.

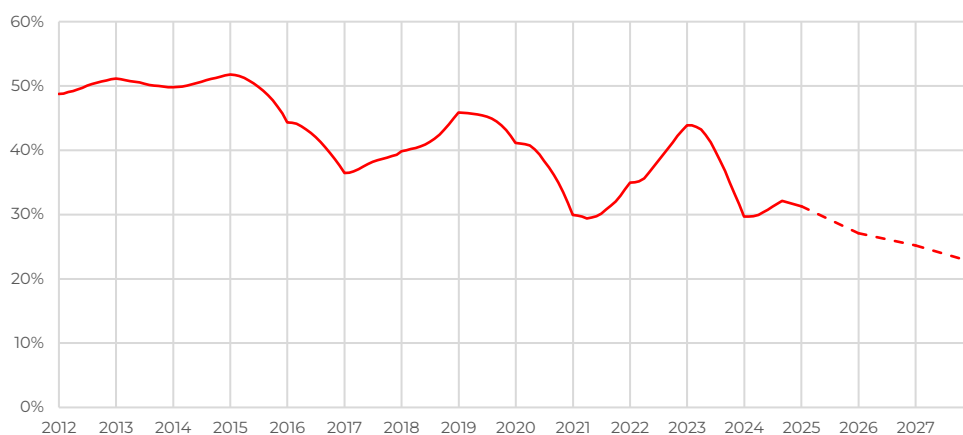
Очевидно, что если рубль сейчас продолжит слабеть, то это неизбежно приведет к росту цен импортируемых товаров и будет фактором роста внутренних цен экспортируемых товаров. В условиях рекордно высокой ключевой ставки ЦБ РФ одна из составляющих трансмиссионного механизма оказывается не просто выключена, а работает в обратном направлении.

*Ослабление рубля  
сокращает  
бюджет только  
временно*

Ослабление рубля, конечно, позволяет улучшить показатели бюджета, увеличить рублевые доходы. С другой стороны, увеличение нефтегазовых доходов бюджета через ослабление рубля приводит к росту квази-эмиссионного финансирования дефицита, что приводит в итоге к ускорению инфляции и ускорению индексации расходных обязательств.

Кроме того, влияние ослабления рубля на доходы бюджета сейчас гораздо ниже, чем 5 или 10 лет назад. Российская экономика растет быстрее выручки от продажи нефти и газа, поэтому поступления по НДС и экспортным пошлинам также растут медленнее налоговых поступлений по НДС, НДФЛ, налогу на прибыль и прочим «ненефтегазовым» налогам и сборам.

*Доля нефтегазовых доходов федерального бюджета – с прогнозом на 2025-2027 гг.*



Кстати, со следующего года повышается налог на прибыль с 20% до 25%, а также повышаются ставки по НДФЛ. То есть доля нефтегазовых налогов будет еще ниже. Да и в проектировках бюджета на 2026 и последующие годы закладывается снижение нефтегазовых доходов, причем в номинальном выражении, а с учетом роста экономики и общих налоговых поступлений, их доля в доходах будет снижаться еще быстрее.

Если выбирать между слабым рублем и ростом экономики, то для бюджета гораздо важнее именно рост экономики. Причем в ближайшие годы важность экономического роста будет только увеличиваться.

*Слабый рубль как  
фактор  
снижения  
инвестиций и  
темпов роста  
экономики*

Слабый рубль, в теории, должен подстегивать рост экономики из-за ослабления конкуренции внутренних производителей с импортом. Это, кстати, в свое время стало одним из факторов роста российской экономики после кризиса 1998 года.

С другой стороны, санкции - гораздо более серьезное ограничение для импорта, чем слабый рубль. Кроме того, проблемы с импортом касаются инвестиционных товаров

(станки, оборудование и пр.), комплектующих и материалов. В итоге уже начинает тормозить развитие внутреннего производства.

*Сокращение ресурсов для военного производства*

После начала СВО резко изменилась структура госрасходов, за этим – и экономики. Во-первых, требуется увеличение производства военной продукции. Во-вторых, временное изъятие из экономики значительного числа трудоспособных людей, которые надолго могут оказаться вне ее производственной части. В-третьих, потребность в физическом восстановлении новых и не только территорий.

При этом требуется сохранение, а еще лучше, улучшение качества жизни людей, а также обеспечение роста экономики и поддержание финансовой стабильности. Серьезные проблемы в экономике очень серьезно «подрубят» возможности достижения тех целей, ради которых все начиналось.

И вот здесь возникает дилемма «пушки или масло»: если наращивать оборонное производство, то меньше ресурсов остается для гражданского. Но если включить в это соотношение внешнюю торговлю, то формула есть: увеличение военного производства, сокращение гражданского и увеличение импорта. Последнее достигается укреплением рубля.

Если же происходит ослабление рубля, которое приводит к сокращению импорта, то, как нетрудно догадаться, уменьшается и объем доступных ресурсов в экономике, которые можно направить на военные нужды.

*Что дальше?*

На мой взгляд, фундаментальной потребности в слабом рубле у российской экономики сейчас нет. Ни бюджету, ни экономике в целом, ни задаче по борьбе с инфляцией, ни даже возможности наращивать военный потенциал, слабый рубль никак не помогает.

Ослабление обусловлено, судя по всему, накоплением валюты на счетах экспортеров, что может быть связано с несколькими причинами: неопределенность относительно будущего валютных расчетов в российском контуре, задержками с оплатой экспорта («увеличением лагов в расчетах по внешнеэкономической деятельности»), а также, возможно, потребностью в формировании альтернативы валютным резервам ЦБ РФ. Также можно допустить, что снижение нормы обязательной продажи валюты необходимо чтобы снизить риски блокировки средств после вступления в силу санкций против МосБиржи.

Наличие же агентских схем, несмотря на их важность для обеспечения импорта, имеет важный побочный эффект в виде искажения валютного рынка. Если раньше в российском контуре встречались экспортеры, импортеры, а также инвесторы, то теперь число участников внутри российского контура сильно сократилось, причем преимущественно его покидают именно экспортеры.

А так как курс, на который ориентируются в рамках агентских схем формируется на внутреннем рынке, то результат всего этого – ослабление рубля. И для экспортеров очевидна объективная мотивация стараться как можно меньше валюты отправлять в российский контур.

Решение этой проблемы, впрочем, существует. И не одно, но все они требуют вмешательства правительства и/или регулятора.

1. Повышение нормы обязательной продажи валюты, наверное, это будет на повестке после того, как прояснится вопрос работоспособности российского контура.

2. Стимулирование использования иностранной валюты на внешних счетах со стороны экспортеров, например, через специальный налог или ограничение времени, в течение которого средства могут там находиться. Экспортеры должны создавать предложение иностранной валюты на внешних счетах, искать куда ее употребить. Тем самым это расширит круг участников валютного рынка.

В любом случае, существующие искажения рано или поздно ослабнут. Накопление остатков на внешних счетах не может продолжаться бесконечно, а потребности в валюте для погашения внешних обязательств будут и дальше снижаться. Отсутствие же фундаментальных причин для ослабления рубля означает, что текущее ослабление может довольно быстро развернуться в обратную сторону. Причем «тонкость» внутреннего рынка, толкающая курс вверх, точно так же может работать и в обратном направлении.

---

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 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».