

## МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



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

### Санкционный удар по рублю

*Признаюсь, стремительный уход рубля вверх от USDRUB 100 в сторону USDRUB 115 был за рамками базового сценария. В прошлом месяце я разбирал последствия слабого рубля и как-то не находилось задач, для решения которых требуется слабый рубль, особенно в условиях СВО и усиления внешнего санкционного давления. Конечно, слабость рубля можно связать и с низкими ценами на нефть, но это не вяжется с показателями платежного баланса, так там торговый профицит только растет. Пока наиболее разумными объяснениям является проблема платежей и использования экспортной выручки.*

*Торговый профицит  
растет*

Судя по данным платежного баланса, состояние внешней торговли не может быть непосредственной причиной ослабления рубля. Исходя из данных за 10 месяцев видим, что:

- Торговый баланс вырос с USD 101.1 млрд до 115.4 млрд,
- Дефицит по торговле услугами вырос незначительно (на USD 4.2 млрд),
- На сопоставимую величину (на USD 3.7 млрд) сократился дефицит доходов (сальдо процентных платежей, трансфертов, дивидендов, заработных плат и пр.)

В итоге, счет текущих операций вырос с USD 44.2 млрд до USD 58.1 млрд (10 мес. 2024 года против 10 мес. 2023 года). Сюда же можно добавить USD 9.5 млрд снижения валютных резервов (это тоже плюс по притоку валюты на условный рынок).

На стороне оттоков видим:

- Чистое погашение обязательств 16.8 млрд. (за 10 мес. прошлого года было USD 3.7 млрд),
- Чистое приобретение иностранных активов выросло с 38.1 млрд до 54.9 млрд

[https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/external\\_sector/pb/bop-eval/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/external_sector/pb/bop-eval/)

Чистое приобретение финансовых активов – это во многом отражение того, что значительная часть выручки экспортеров до российских банков не доходит (не попадает в российский контур). Я уже как-то писал про агентские схемы, широкое распространение которых – это явное указание на наличие большого объема активов экспортеров в иностранных банках. Кроме того, в чистое приобретение

иностранных активов и/или погашение обязательств включается и изменение дебиторской задолженности (рост активов/снижение чистых обязательств).

Исходя из показателей платежного баланса причина ослабления рубля – не в снижении экспортной выручки или росте импорта. Традиционная же взаимосвязь «низкая нефть = слабый рубль» стала проявляться только во второй половине 2024 года, то есть после введения санкций и изменения механизма определения валютного курса.

*Цены на нефть и рубль.*



Важно отметить, что если рубль ослаблен по техническим причинам, то их устранение должно привести к обратному движению. Например, наподобие того, что было в 2022 году.

Вопрос в том, как долго новые ограничения будут сохранять влияние.

*Новые санкции =  
усиление проблем с  
оплатой импорта*

Начало волны ослабления рубля совпало с введением очередных санкций против большого числа российских банков (21 ноября более 50 банков занесли в SDN, а также регистраторы и депозитарии). Среди них были банки, которые обслуживали основной поток внешнеторговых операций. Очевидно, что это сразу сказалось на поступлениях доходов от торговых операций.

Технически попадание банка в санкционный лист означает, например, что контрагент по экспортной операции может и не захочет проводить платеж на счет поставщика в этом банке. Да и сам банк, скорее всего, не готов принимать платеж в валюте. Как и поставщик, который начнет искать другие возможности получения денег. Поиск решения требует времени, и, в результате, в моменте получаем ту же ситуацию, что и с платежами из Индии год назад, но в масштабах всего экспорта, а не какой-то его части.

*Усиление  
фрагментации  
рынка*

Большой масштаб проблемы задержки платежей – это лишь часть проблемы. Дополнительную сложность ситуации придает фрагментация валютного рынка. После введения санкций против Мосбиржи и НКЦ, единой площадки, где могли бы пересекаться входящие и исходящие потоки (как это когда-то было на Мосбирже) сейчас не существует. Есть изолированные сегменты, такие как:

- Мосбиржа, где торгуются только дружественные валюты (юань),
- Внебиржевой рынок, где основные участники – банки (ориентир для официального курса ЦБ РФ),
- Forex-площадки и forex-кухни (в т.ч. в Investing, Казахстан и пр.)

Официальный курс определяется на внебиржевом рынке, где участвуют российские банки. То есть предложение валюты не включает того, что находится на счетах в иностранных банках. Иными словами, курс рубля сейчас определяется в условиях сокращенного предложения валюты. Поэтому курс и не отражает состояния платежного баланса.

Кроме того, рынок стал более «тонким», а значит, стал более чувствительным к настроениям участников. Отсюда более резкая реакция на слухи, страхи, повышенная склонность к волнам паники и пр. Также ослабление влияния Мосбиржи усилило роль альтернативных Forex-площадок, которые еще дальше от реального объема спроса/предложения иностранной валюты против рубля.

*Варианты стабилизации курса*

Ослабление рубля уже привлекло внимание властей. ЦБ РФ, например, отменил зеркальные интервенции при расходовании ФНБ (минус RUB 4.2 млрд в день покупок валюты). Возможно, последуют и другие шаги.

Важно отметить, что если ЦБ РФ все-таки ставит себе цель по снижению инфляции, то без укрепления рубля сделать это будет максимально сложно. Причем в нынешних условиях есть как минимум три канала влияния слабого рубля на инфляцию: рост цен импорта и экспортируемых товаров, дополнительный разогрев экономики и эмиссионное финансирование бюджета.

*1. Прямой эффект ослабления рубля*

Ослабление рубля, особенно столь существенное, провоцирует рост инфляции и инфляционных ожиданий, понятно, что слабый рубль напрямую сказывается на потребительских ценах импортируемой продукции. Помимо этого, ослабление рубля приводит и к росту рублевых цен экспортируемых товаров, что приводит к росту их цен на внутреннем рынке.

*2. Слабый рубль = перегрев экономики*

Сложно спорить с утверждением, что слабый рубль благоприятен для экспортеров. Я бы здесь добавил, что он не менее благоприятен еще и для большого числа компаний, ориентированных на внутренний спрос. Слабый рубль провоцирует увеличение внутреннего производства, причем как для внутреннего потребления, так и для экспорта. Эта активность увеличивает спрос на рабочую силу, кредиты, загружает логистику. Это ровно то, что сейчас приводит к дополнительному перегреву экономики (судя по недавнему выступлению главы ЦБ РФ в ГосДуме).

С этой точки зрения позиция ЦБ РФ по поводу того, что рыночный курс рубля – важнейшая часть политики инфляционного таргетирования, выглядит предельно странно. Особенно, когда российский валютный рынок настолько фрагментирован, что курс не отражает состояния платежного баланса.

*3. Рост нефтегазовых доходов = эмиссия для покрытия расходов бюджета*

Конечно, росту курса рубля может порадоваться бюджет. Нефтегазовые доходы вырастут, но с точки зрения экономики это означает, что при том же физическом объеме производства товаров и услуг в экономике Минфин получит больше финансовых ресурсов. Это ничем не отличается от того, чтобы просто напечатать деньги для финансирования расходов бюджета.

Так что и здесь получаем про-инфляционный эффект.

*Что дальше?*

Если не удастся решить вопрос с экспортными доходами в том плане, чтобы они нормально влияли на курс, то рубль продолжит слабеть. В этом случае инфляция будет расти, причем помимо роста цен импортных товаров на нее будет влиять и дополнительный разогрев экономики, и увеличения размера квази-эмиссионных доходов бюджета.

Ускорение инфляции не только вынудит ЦБ РФ и дальше повышать ставку (возможно, в декабре мы увидим повышение выше текущих ожиданий), но сократит потенциал укрепления рубля (рост цен в России повышает справедливый курс рубля). В самом плохом варианте уже инфляция через какое-то время станет причиной ослабления рубля. А это серьезный шаг в сторону «Турецкого сценария»: стабильно высокой инфляции, не чувствительной к ставкам.

С учетом этого обстоятельства, я бы ожидал довольно серьезных усилий по стабилизации валютного рынка. Но на это может потребоваться время. Напомню, что после санкций против МосБиржи был «план Б» - рынок ОТС. Он перестал работать, так как сами банки оказались под санкциями. А вот «план В», видимо еще не готов.

Резюмируя, следует признать, что в этот раз последствия санкций могут оказаться шире просто ослабления рубля и повышения рыночной волатильности. С другой стороны, это же увеличивает вероятность и скорость активных действий финансовых властей.

Если говорить про инвестиционные активы, то варианты следующие:

- При росте инфляции лучше должны себя чувствовать реальные активы (акции, недвижимость, золото).
- При устойчивом ослаблении рубля – замещенные облигации.
- Резкое повышение ключевой ставки в декабре – инструменты денежного рынка, флуотеры.

---

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».