



## Тетрадь 8. Платежный баланс и обменный курс

В последние месяцы проблема переукрепления рубля находится в центре дискуссий представителей регуляторов и экспертного сообщества. Факторы текущего переукрепления довольно очевидны и многократно назывались: 1) высокие мировые цены на углеводороды и другие экспортируемые Россией сырьевые товары; 2) резкое сжатие импорта товаров и услуг, как результат массированного санкционного давления и самоограничений со стороны зарубежных контрагентов; 3) сокращение возможностей оттока капитала в результате введения контроля за движением капитала внутри России и «замораживания» активов россиян за рубежом.

К сожалению, простая констатация очевидных причин текущей ситуации на валютном рынке не позволяет ответить на вопрос о том, как долго будет сохраняться нынешний рекордно высокий (в реальном выражении - самый высокий за последние 9 лет) уровень курса рубля, и будет ли он сохраняться в случае длительного действия перечисленных факторов?

Для того, чтобы ответить на этот вопрос, нужно вспомнить ряд особенностей, характеризующих динамику российского платежного баланса вот уже на протяжении многих лет (включая и 2021 г.).

### Особенности формирования динамики платежного баланса России (на примере 2021 и предшествующих годов)

**Первая особенность:** «самоподдерживающиеся колебания» курса рубля и сальдо по текущим операциям – из-за запаздывания взаимной реакции курса и потоков валютных средств.

Динамика основных позиций платежного баланса России сильно связана с колебаниями рубля, которые, в свою очередь, часто вызваны предшествующими значениями сальдо счета текущих операций.

Так, например, в 2015 г. и в 2018 г. из-за предшествующих обвалов рубля произошло снижение динамики импорта, что привело к росту сальдо притока валюты в страну по текущим операциям. Вызванный этим «избыток» валютных поступлений, в свою очередь, привел к укреплению рубля соответственно в 2016 г. и в 2019 г. Причем такая задержка реакции курса во многом была обусловлена временными лагами поступления в страну экспортной выручки. И это укрепление рубля способствовало сильному снижению сальдо счета текущих операций в 2016 и 2019 г. (Рисунок 1).

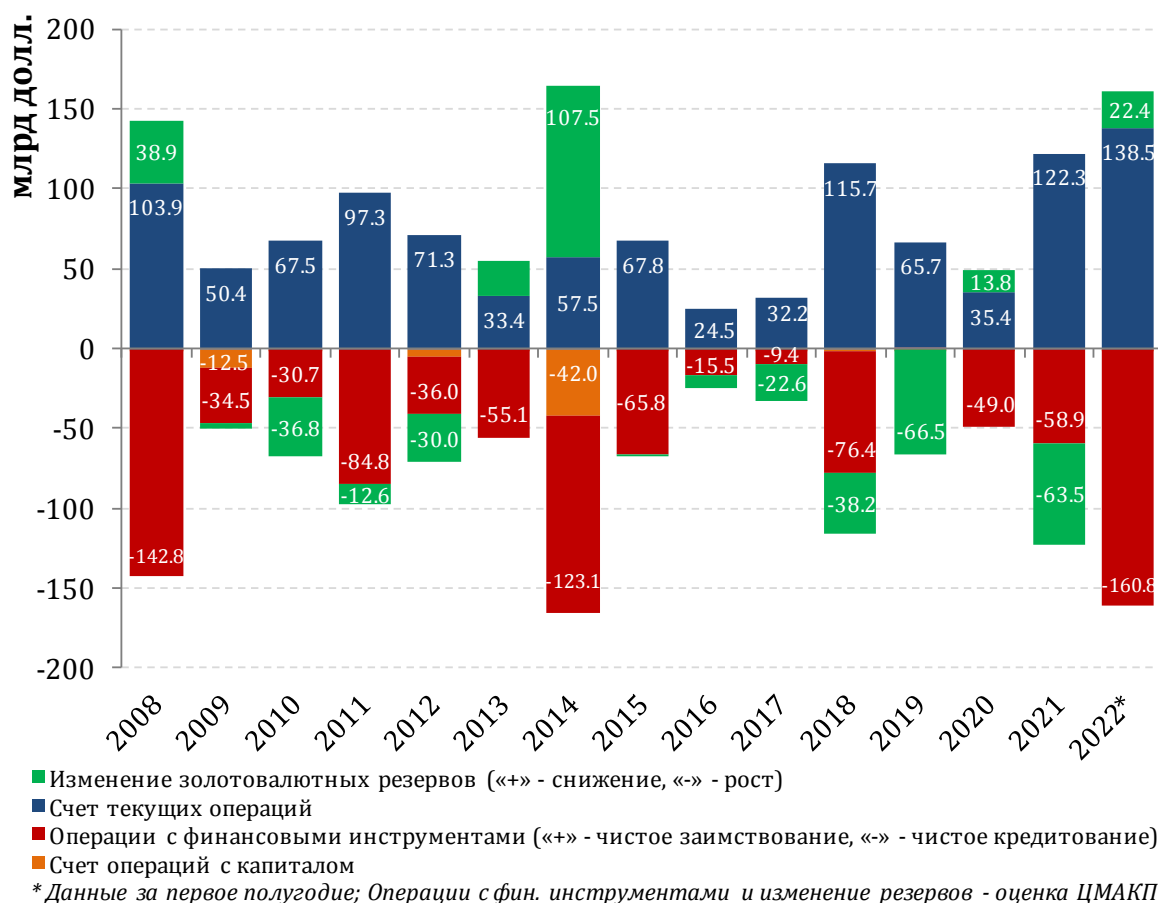


Рисунок 1 – Основные позиции платёжного баланса России

Нельзя не заметить, что во многом похожий сюжет стал развиваться и в 2021 г. Из-за роста мировых цен на нефть и другие сырьевые товары при одновременном сдерживании роста импорта услуг (из-за сохраняющихся

постковидных ограничений на поездки) сальдо счета текущих операций российского платежного баланса подскочило до рекордных за весь предшествующий период наблюдений 122 млрд долл.

При этом «откладыванию» реакции курса рубля на высокое сальдо счета текущих операций способствовало торможение репатриации экспортной валютной выручки<sup>1</sup>. Недопоступившие в 2021 г. вследствие действия этого фактора на российский валютный рынок средства в объеме 60 млрд долл., похоже, стали возвращаться на него в 2022 г. (Рисунок 2).

В итоге, при прочих равных условиях, это не могло не сформировать мощный потенциал укрепления рубля в текущем году.

При этом, когда влияние этого «навеса» репатрируемых валютных средства исчерпается – может возникнуть эффект быстрого разворота курса рубля в сторону ослабления.

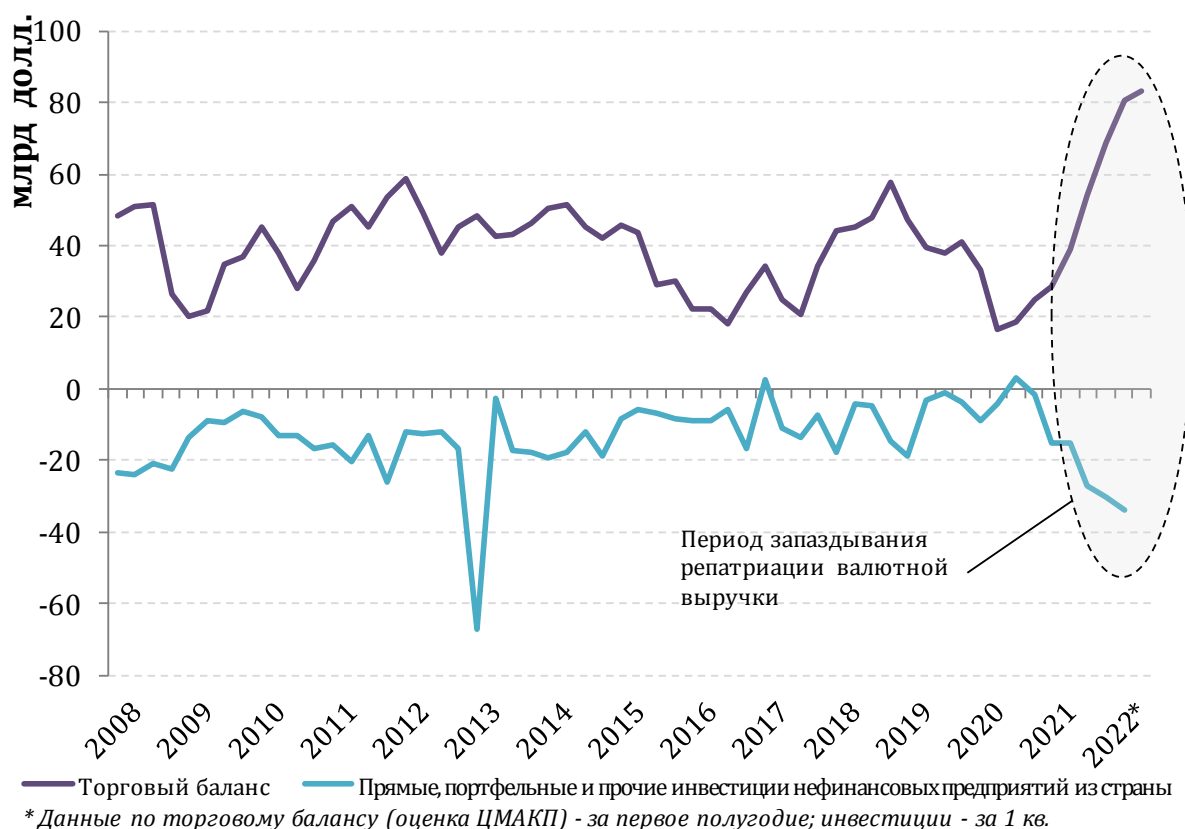


Рисунок 2 – Чистый экспорт и вложения нефинансовых предприятий в иностранные активы

<sup>1</sup> Вследствие отмене с 1 июля 2021 г. требования о репатриации для несырьевых экспортеров

**Вторая особенность:** традиционно дисбаланс притока и оттока валюты компенсировался операциями монетарных властей с официальными валютными резервами. Это позволяло снизить амплитуду «самоподдерживающихся колебаний» валютного рынка.

В условиях резкого сокращения притока валюты (в 2008 г. и в 2014 г.) благодаря операциям с валютными резервами удавалось сглаживать ослабление рубля. При росте притока валютных средств (в 2019 г. и в 2021 г.) благодаря покупкам валюты в резервы сдерживалось укрепление курса.

В частности, в прошедшем году масштабный приток валютных средств по счету текущих операций в значительной мере был направлен на увеличение официальных валютных резервов (64 млрд долл., что составляет около половины величины сальдо по текущим операциям).

При этом инструменты и «техника» сглаживания колебаний платежного баланса при помощи операций с валютными резервами в различные периоды различались: применялись и прямые покупки/продажи валюты Центральным банком на валютном рынке, и предоставление\абсорбирование ликвидности на возвратной основе (валютные свопы коммерческих банков с ЦБ, и др.), и операции Банка России в интересах Минфина, осуществляемые в рамках бюджетного правила (в 2018-2021 гг.)

Невозможность проведения Минфином и Банком России операций с наиболее ликвидными валютами, обусловленная блокировкой их активов в «недружественных странах» - повышает риск дальнейшего усиления скачков курса и показателей сальдо текущих операций в рамках механизма «самоподдерживающихся колебаний». При этом амплитуда этих колебаний может заметно выйти за рамки характерной для периода последних нескольких лет.

## Ситуация 2022 г. – следствие текущего санкционного шока и закономерностей формирования динамики платежного баланса России

По итогам первого полугодия 2022 г., согласно предварительной оценке Банка России, величина сальдо счета текущих операций достигла рекордных значений – 139 млрд долл., что в 3.5 раза превышает значение данного показателя по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Соответственно, волатильность курса, которая сначала была вызвана ожиданиями краха на валютном рынке, затем усилилась вследствие резкого укрепления рубля, за счет высокого объема сальдо счета текущих операций.

В отсутствие возможностей балансировки рынка за счет интервенций со стороны монетарных властей текущее укрепление рубля могло бы стать еще более сильным, если бы значительный объем валюты, поступившей на российский рынок, не был поглощен следующими операциями:

- изъятием прямых иностранных инвестиций из России, что было связано с масштабным сворачиванием деятельности иностранных корпораций – только в 1 кв. 2022 г. такое изъятие инвестиций составило порядка 14 млрд долл., а сокращение по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составило 20 млрд долл. В прошлом году был чистый приток 6 млрд долл.
- ростом кредитования внешней торговли российскими предприятиями вследствие изменения модели торговых расчетов – на 22 млрд долл. (при практически нулевом значении в 1 кв. 2021 г.). Российским компаниям-импортерам пришлось перейти в режим предоплаты (авансировать покупки), а экспортерам – продавать товары в кредит.
- покупкой наличной валюты населением – около 15 млрд долл.

Действие этих балансирующих в 2022 г. курс факторов – временное, а интенсивность их влияния будет постепенно снижаться, и в случае сохранения дальнейшего избытка валюты возможности по компенсации этого избытка будут ограничены.

При этом слишком сильное укрепление курса может вызвать последующий более мощный «разворот» его динамики в рамках «самоподдерживающихся колебаний» российского платежного баланса.

Следует сказать, что уже сейчас рубль становится одной из наиболее волатильных валют в мире. В текущем году он превзошел по уровню нестабильности даже турецкую лиру (см. Рисунок 3).

Сохранение, а тем более - усугубление такого положения весьма негативно скажется на финансовой устойчивости предприятий<sup>2</sup>, объемах производства и инвестиций.

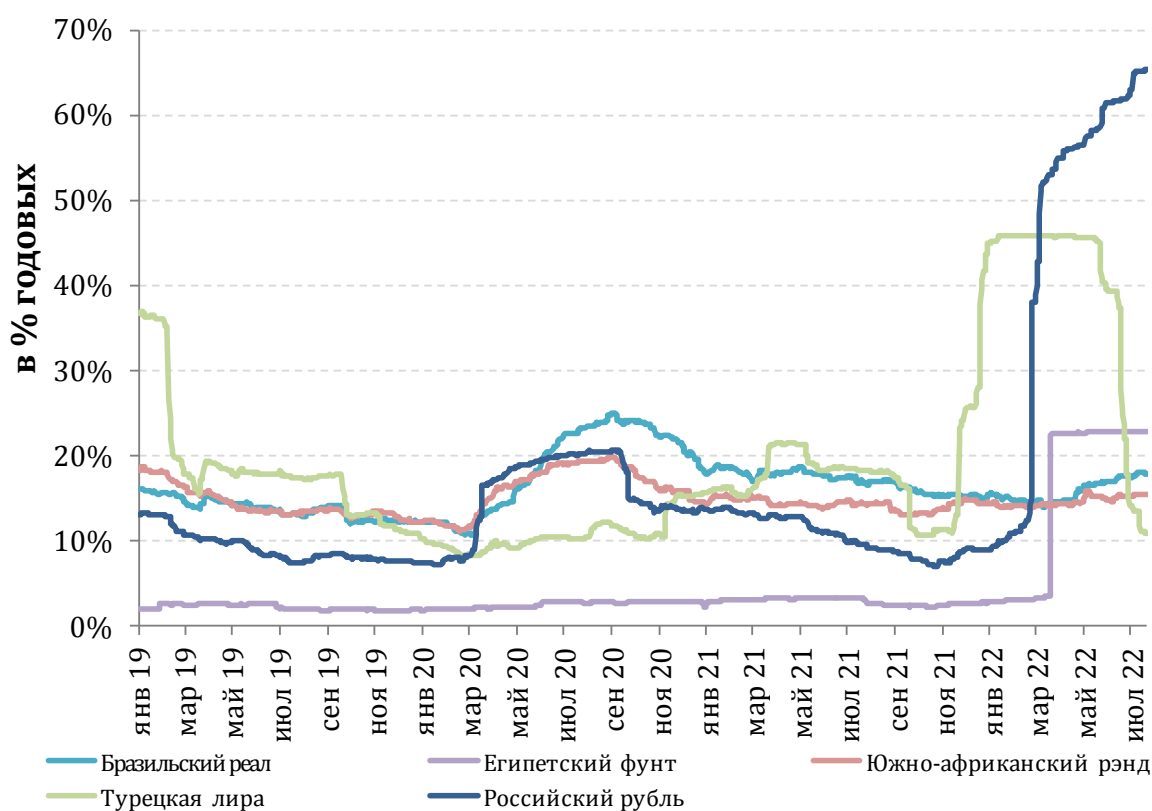


Рисунок 3 – Волатильность валют стран с развивающимися рынками за скользящие 6 месяцев

<sup>2</sup> см. об этом также Раздел 5.

## Уроки 2021-2022 гг.: необходимость инструмента балансирования валютного рынка с учетом новых реалий

В последнее время, стремясь остановить укрепление рубля, ЦБ смягчил ранее введенный режим контроля за движением капитала (снижение нормы обязательной продажи выручки, восстановленной в момент шока в феврале; отмена требований о репатриации выручки). Однако такой шаг не является решением проблемы избыточной волатильности рубля:

- во-первых, в длительной перспективе это не существенно изменит баланс по валютным операциям с капиталом, поскольку кроме введенных внутри страны ограничений действуют и внешние, связанные с риском заморозки/изъятия активов и пр.;
- во-вторых, отказ от ограничений по капитальным операциям будет означать резкое усиление волатильности курса в случае нового масштабного стресса, сопоставимого с шоком начала спецоперации – из-за отсутствия инструмента, предотвращающего разрушающие спекуляции, что может привести к новому обвалу рубля, сопоставимому с тем, который был в феврале.

Складывающаяся ситуация определяет необходимость поиска новых инструментов, балансирующих валютный рынок и предотвращающих чрезмерные колебания курса рубля.

Теоретически, можно разделить потенциальные инструменты балансирования рынка на ситуационные и стратегические.

В качестве ситуационного инструмента балансирования главой Минфина А. Силуановым было объявлено о планируемом восстановлении действия бюджетного правила. На данном этапе предлагается осуществлять закупки активов в «мягких» валютах (валюты «дружественных» стран – торговых партнеров). Однако использование таких механизмов потенциально может быть затруднено, поскольку масштабная конвертация российскими экспортерами из «твердой» валюты в «мягкую» на внутреннем валютном рынке «дружественной» страны, может создавать угрозу для равновесия её

рынка. Поэтому такие операции должны быть одобрены монетарными властями этой страны<sup>3</sup>. Кроме того, использование средств бюджета для целей балансирования валютного рынка будет означать ограничение объемов расходов государства, что может быть некомфортным в условиях, когда госрасходы необходимы для целей антикризисной поддержки и процесса трансформации экономики.

Если к договоренностям с властями «дружественных» стран прийти не удастся, то другим возможным выходом может стать использование в качестве инструментов балансирования рынка средств российских хозяйствующих субъектов, не находящихся под санкциями (которые могут покупать и держать у себя на балансе «твердую» валюту).

К стратегическим инструментам балансирования могут относиться программы воссоздания выпадающих в результате прекращения импорта производств и технологического перевооружения российской экономики, которые должны увязать между собой три основных направления действий:

- стимулирование государством «целевого» импорта. Речь идет о прямо или косвенно поддерживаемом государством импорте определенных видов инвестиционного оборудования, приобретении определенных производственных нематериальных активов, привлечении профильных зарубежных специалистов. Такое стимулирование не только будет балансировать валютный рынок, но и обеспечит расшивку «узких мест» в производстве готовой продукции и в цепочках создания стоимости;
- формирование каналов привлечения к финансированию таких программ репатрируемых (под влиянием внешнеполитических рисков) капиталов российских компаний. Это позволит перенаправить использование капитала на целевой импорт, предотвратив при этом дестабилизирующее давление на валютный рынок;
- внедрение элементов индикативного планирования, уменьшающих неопределенность для бизнесов относительно перспективных

---

<sup>3</sup> Валютные рынки многих «дружественных» стран действуют в режиме ограниченной конвертируемости по счету текущих операций, что также требует согласования таких операций с местными властями.



направлений инвестирования. Быстрое восстановление и последующий рост объемов инвестиций – необходимое условие с точки зрения способности российской экономики отвечать на встающие перед ней вызовы. С помощью госпрограмм, налоговых стимулов, инструментария ГЧП государство способно рыночными методами обеспечить продвижение по стратегически значимым направлениям развития.

Совокупность этих механизмов способна, в т. ч., стать средством уравнивания платежного баланса России в стратегической перспективе и противостоять развитию в отечественной экономике «голландской болезни».

### **Возможные последствия отсутствия инструмента балансирования валютного рынка**

Если монетарные власти не найдут инструмента, позволяющего компенсировать колебания курса при помощи резервов, то «спонтанным» балансирующим механизмом может стать приостановка отдельными отраслями экспорта товаров вследствие потери рентабельности экспортных операций (см. Таблица 1).

Первичный анализ указал на достаточно слабый запас прочности по уровню «безубыточного» курса для системно-значимых сырьевых отраслей. В случае проседания курса доллара США к рублю до уровня 45 руб. / долл. убытки могут возникать у таких экспортных отраслей как «Добыча сырой нефти и природного газа», «Добыча прочих полезных ископаемых», «Обработка древесины», и «Производство прочих транспортных средств и оборудования» (см.

Рисунок 4).

Таблица 1 – распределение отраслей по курсу "безубыточности"

Название отрасли	ОКВЭД2	"Безубыточный" курс <sup>4</sup> (руб./долл.)	Сальдированный финансовый результат (млрд руб.)	Чистый экспорт (млрд руб.)
Рыболовство и рыбоводство	03	менее 16	190	28
Добыча металлических руд	07		1 749	477
Производство табачных изделий	12		64	21
Производство одежды	14		18	4
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	23		172	40
Производство бумаги и бумажных изделий	17		197	212
Производство химических веществ и химических продуктов	20	16	1 370	1 741
Растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	01	17	589	849
Производство электрического оборудования	27	28	62	101
Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	25	28	195	317
Добыча угля	05	30	752	1 279
Производство металлургическое	24	34	2 707	4 975
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	28	34	94	175
Производство пищевых продуктов	10	39	376	800
Производство кокса и нефтепродуктов	19	41	2 145	5 161
Производство мебели и прочих готовых изделий	31-32	44	36	87
Добыча сырой нефти и природного газа	06	46	3 664	11 636
Обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	16	53	198	723
Добыча прочих полезных ископаемых	08	54	95	359
Производство кожи и изделий из кожи	15	57	4	18
Производство прочих транспортных средств и оборудования	30	61	93	534
Лесоводство и лесозаготовки	02	63	11	71

<sup>4</sup> Отраслевой обменный курс безубыточности – условный расчетный показатель, определяющий, при каком значении обменного курса рубля сальдированный финансовый результат (СФР) отрасли оказывается равен нулю. Рассчитан по результатам 2021 г.

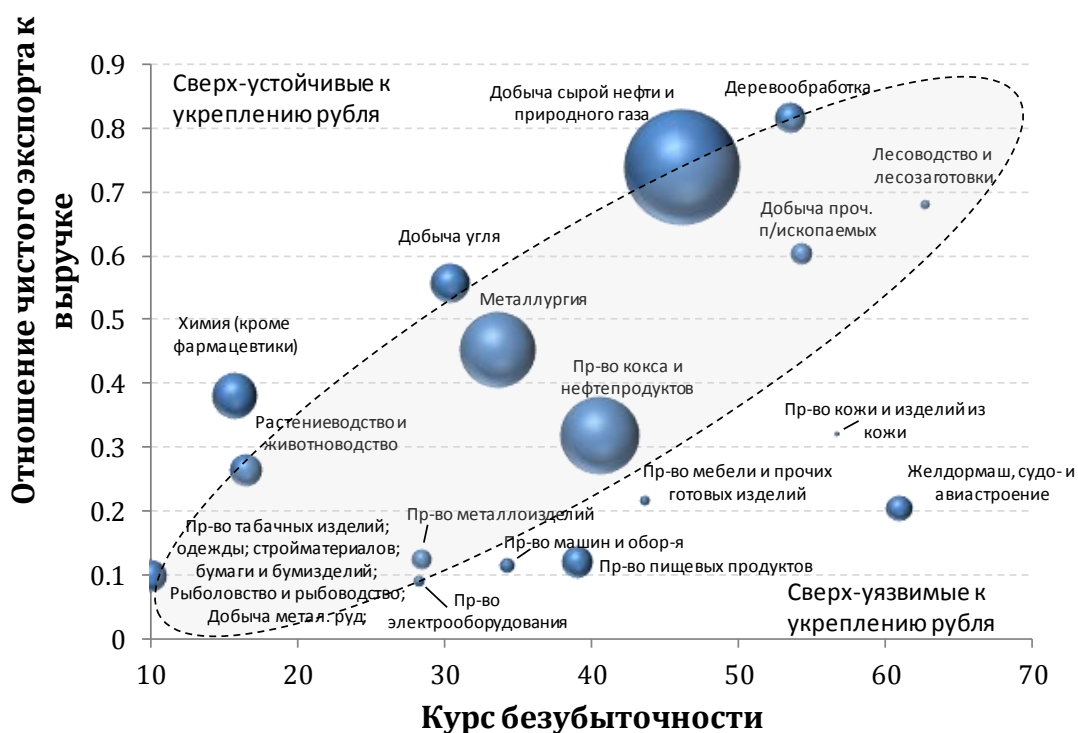


Рисунок 4 – Уязвимость отраслей экономики к укреплению рубля

При этом, если для нефтегазовой и деревообрабатывающей отраслей такая сильная чувствительность к курсу объясняется высокой долей чистого экспорта в выручке (около 80%), то для транспортного машиностроения убыточность возникает вследствие слабых позиций с т. з. рентабельности их бизнеса. Доля чистого экспорта в выручке у последних не очень высока – 20%, но тем не менее, уязвимость к курсу у них высокая, поскольку из-за низкого запаса рентабельности даже незначительное ухудшение ценовых условий приводит к убыткам.

Для обрабатывающих производств, являющихся чистыми экспортерами – «Производство машин и оборудования», «Производство пищевых продуктов», «Производство прочих транспортных средств и оборудования» – характерен низкий уровень чистого экспорта, а уязвимость к снижению курса - высокая или средняя. Последнее связано с недостаточной маржинальностью их бизнеса.

Сырьевые отрасли, характеризующиеся высокой долей чистого экспорта в выручке (выше 30%), такие как «Добыча угля», «Производство

металлургическое», «Добыча прочих полезных ископаемых», «Лесоводство и лесозаготовки», «Производство кокса и нефтепродуктов», «Производство химических веществ и химических продуктов» – могут оставаться безубыточными даже в условиях укрепления рубля до беспрецедентно низких значений. Это связано с их высокой исходной внутренней маржинальностью.

С учётом вышесказанного, можно утверждать, что такое расслоение подтверждает идею о том, что неконтролируемое укрепление рубля будет сопровождаться яркими проявлениями «голландской болезни» в российской экономике – т. е. сжатием конкурирующих с импортом и/или имеющих экспортный потенциал обрабатывающих отраслей при сохранении жизнеспособности в сырьевых отраслях и перераспределением капиталов в сферу производства сырья.

*Материал подготовил:*

*Эксперт Медведев И. Д.*

*При участии:*

*Руководитель направления Солнцев О. Г.*

*Руководитель направления Сальников В. А.*