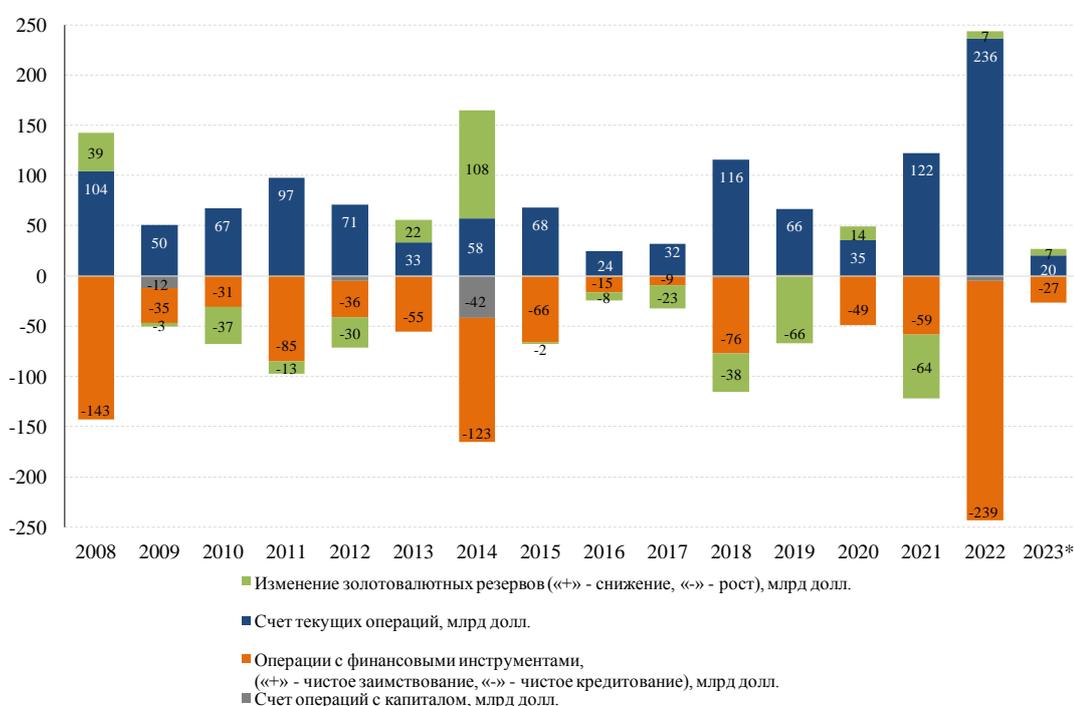


## Тезис 8. Об обменном курсе

На фоне геополитических и геоэкономических потрясений, произошедших в 2022-2023 гг., динамика курса рубля и платежного баланса закономерно характеризовалась значительными колебаниями, существенно более масштабными по сравнению с теми, что наблюдалось в период кризисов 2008-2009 гг., 2014-2015 гг. и 2020 г. (см. Рисунок 1).



\* данные приведены только за первое полугодие 2023 г. в соответствии с оценкой Банка России

Рисунок 1 – Основные позиции платёжного баланса России

Чистый приток средств по счету текущих операций и чистый отток средств по финансовому счету в 2022 г. достигли беспрецедентных уровней. Размер сальдо счета текущих операций составил +236 млрд долл., тогда как чистый отток капитала из российской экономики оказался равным -239 млрд долл. Это в 2 и 4 раза (соответственно) выше, чем в предшествующем году.

В первом полугодии 2023 г., наоборот, сальдо счета текущих операций обрушилось до 20 млрд долл. (что в 7 раз ниже, чем за аналогичный период

2022 г. и в 2 раза ниже, чем за аналогичный период 2021 г.). Правда и чистый отток по финансовому счету также многократно снизился в первом полугодии 2023 г. и составил -27 млрд долл. (что в 6 раз ниже, чем за аналогичный период 2022 г. и соответствует аналогичному значению в первом полугодии 2021 г.).

Соответственно, курс рубля на протяжении 2022 г. – первой половины 2023 г. также характеризовался экстраординарной волатильностью<sup>1</sup> (см. Рисунок 2). Сначала курс бивалютной корзины к рублю подскочил в 1.5 раза в ответ на начало СВО и введение антироссийских санкций. Затем, рубль резко укрепился почти в два раза в результате сильного сальдо счета текущих операций и ряда принятых мер капитального контроля. А с конца 2022 г. курс бивалютной корзины к рублю взлетел почти на треть.

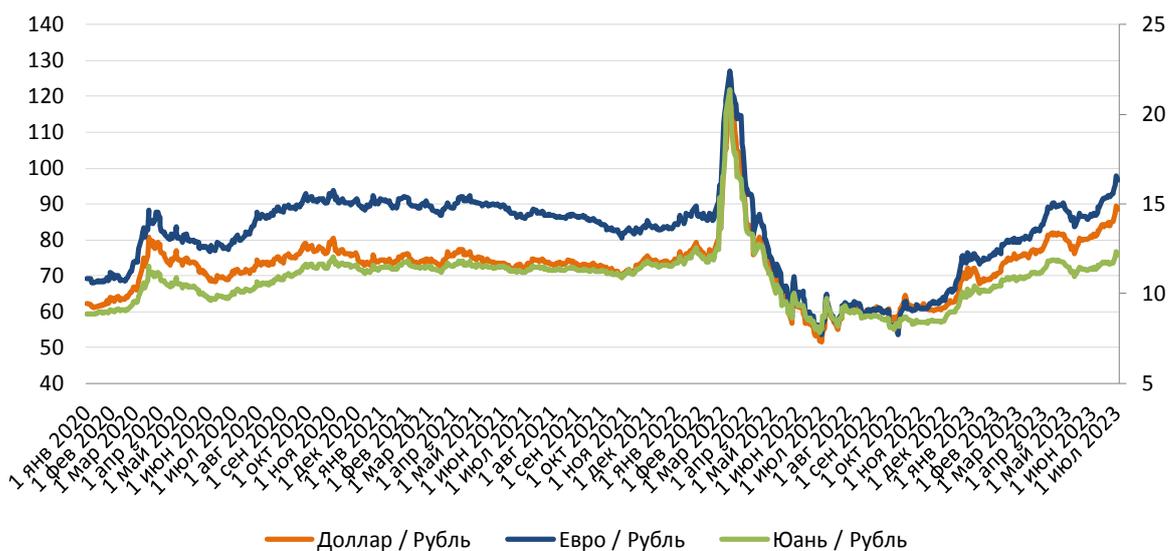


Рисунок 2 – Динамика курса рубля

Наблюдаемая и будущая динамика элементов платежного баланса и обменного курса формируется тремя основными факторами.

Первый фактор: тенденция к снижению экспортных поступлений после их резкого роста в 2022 г.

Если за первое полугодие 2022 г. объем экспорта достиг 306 млрд долл., то за аналогичный период 2023 г. он оказался в 1.5 раза меньше –

<sup>1</sup> Поскольку рубль относится к валютам типа «commodity currency», сальдо торгового баланса является наиболее важным фактором, оказывающим влияние на динамику рубля.

только 206 млрд долл. В первую очередь, в снижении стоимостных объемов экспорта сыграло роль заметное уменьшение цен ключевых экспортируемых товаров под влиянием адаптации к санкциям.

Второй фактор: постепенное восстановление объемов импорта в результате выстраивания новых логистических цепочек (см. [Тезис 1](#)).

За первое полугодие 2022 г. объем импорта составил 127 млрд долл., а за аналогичный период 2023 г. – 151 млрд долл. (что в 1.2 раза больше объема импорта за аналогичный период 2022 г., см. Рисунок 3, см. [Тезис 2](#)). Восстановление импорта в сочетании со снижением экспорта обеспечили существенное уменьшение сальдо счета текущих операций в 2023 г. Это, в свою очередь, стимулировало резкий переход от укрепления рубля в середине 2022 г. к его резкому ослаблению в 2023 г.

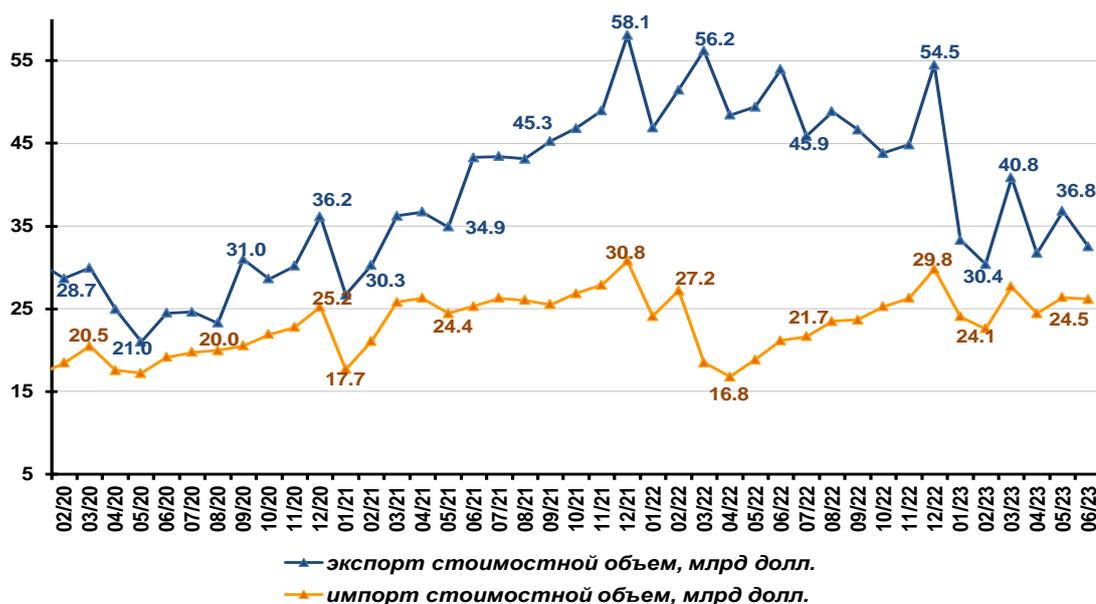


Рисунок 3 – Стоимостные объемы российского экспорта и импорта

Третий фактор: автономные взаимосвязанные колебания курса рубля и сальдо счета текущих операций.

Эти колебания связаны с отложенной «реакцией» импорта на изменение курса рубля, а также временными лагами реакции курса рубля на предшествующее снижение или рост импорта. Так, например, в 2015 г. и в 2018 г. из-за предшествующих обвалов рубля произошло снижение объемов импорта, что, в свою очередь, привело к росту сальдо притока валюты по

счета текущих операций. Вызванный этим «избыток» валютных поступлений, в свою очередь, привел к укреплению рубля соответственно в 2016 г. и в 2019 г.

Отложенная «реакция импорта» на укрепление рубля в середине 2022 г. года привела к избыточному ослаблению его курса в середине 2023 г.

Три ключевых фактора, описанные выше, задают перспективу ситуации с курсом рубля и платежным балансом. Исходя из первых двух факторов, в среднесрочной перспективе (2-3 года, см. [Тезис 12](#)) можно ожидать тенденции некоторого ослабления реального эффективного и номинального курса рубля. Вследствие действия третьего фактора это снижение будет проходить неравномерно, сопровождаясь сильными колебаниями вокруг тренда.

В результате, в ближайшей перспективе с высокой вероятностью рубль ждет укрепление и коррекция с уровня 90-91 рубль за доллар. Однако в дальнейшем среднесрочная тенденция к понижению курса рубля может преобладать.

Эта тенденция является негативной для процесса модернизации российской экономики, поскольку ведет к удорожанию импорта оборудования, уменьшению возможностей привлечения высококвалифицированных иностранных специалистов, приобретения ноу-хау и интеллектуальной собственности за рубежом.

В условиях снижения сальдо торгового баланса и счета текущих операций избежать нежелательного ослабления рубля можно только за счет стратегического решения – применения мер, воздействующих на изменение финансового счета (т.е. потоков капитала). Прежде всего, это касается использования адекватных мер капитального контроля для уменьшения чистого оттока капитала из сектора нефинансовых компаний, который обладает удивительной устойчивостью и составляет на протяжении многих лет в среднем около 5% ВВП (см. Рисунок 4). Причем, этот отток капитала

не останавливается даже в условиях внешнеэкономических санкций и рисков ареста зарубежных активов.

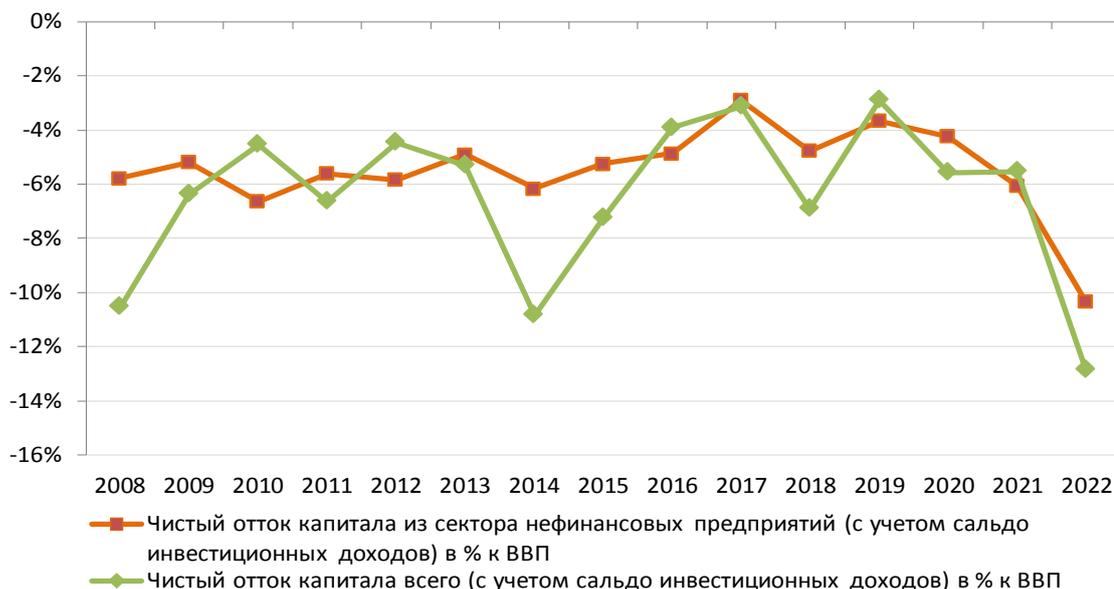


Рисунок 4 – Чистый отток капитала с учетом сальдо инвестиционных доходов, в % к ВВП («+» – чистый приток, «-» – чистый отток)

Стабильности платежному балансу и курсу рубля мог бы добавить мощный приток инвестиционных доходов от активов, размещенных за рубежом, однако остро стоит вопрос о балансе доходности и рисков вложений в иностранные юрисдикции. Нужно избежать повторения ситуации, которая сложилась в позднесоветское время, когда у России накопились неликвидные и не приносящие доходы зарубежные активы. Для этого требуется взаимодействие на различных уровнях: межгосударственном, внутрикорпоративном, а также между бизнесом и государством.

Если не принимать во внимание страны с реструктуризированным долгом<sup>2</sup> (Испания, Португалия, Греция) и страны-полуофшоры<sup>3</sup> (Швейцария, Нидерланды, Бельгия), то стоит отметить, что Россия на фоне других экономик с похожим размером чистых иностранных активов (международной инвестиционной позиции) существенно недополучает

<sup>2</sup> Экономик, обладающие высоким объемом реструктуризированных долгов.

<sup>3</sup> Не все активы, которые в соответствии со статистикой зафиксированы как активы указанных стран, действительно принадлежат им. Значительная часть активов направляется через эти страны для осуществления инвестиций в третьих странах.

инвестиционные доходы (см. Рисунок 5). Так, Китай, ЮАР и Канада, которые имеют похожий размер чистой инвестиционной позиции, обладают более высокими инвестиционными доходами.

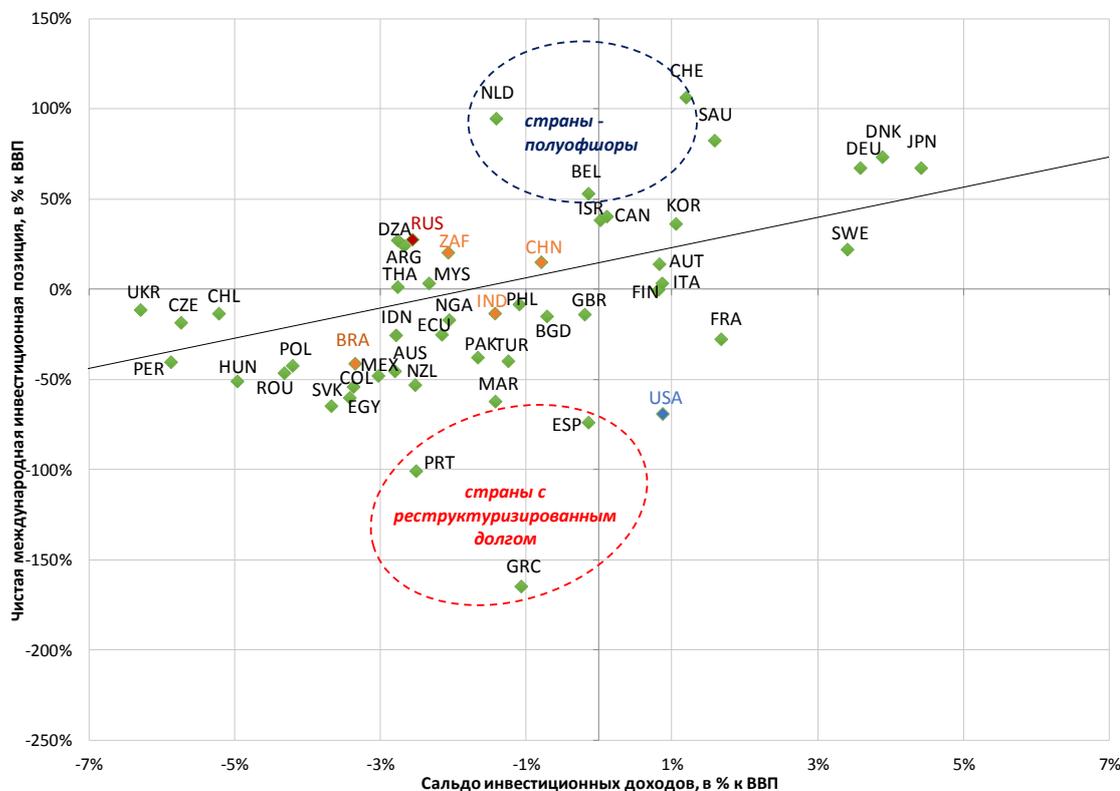


Рисунок 5 – Распределение стран с точки зрения размеров сальдо инвестиционных доходов и чистой международной инвестиционной позиции

Таким образом, повышение эффективности привлекаемых и размещаемых за рубежом инвестиционных ресурсов становится важнейшим условием с точки зрения формирования стабильного платежного баланса и справедливого курса рубля, способствующего модернизации российской экономики.

*Материал подготовили:*

*Ведущий эксперт Панкова В.А.*

*Руководитель направления Солнцев О. Г.*