



ОБЗОР

Крепкий рубль

Какие риски он создает для экономики России?

17.06.2022

В этом году курс доллар/рубль успел взлететь до 120, а затем откатиться до 56—57. Такое укрепление рубля связано с валютными ограничениями российских регуляторов, отменой бюджетного правила, а также существенным дисбалансом экспорта и импорта. Пока экспорт будет значительно больше импорта, укрепление рубля, скорее всего, будет продолжаться.

На первый взгляд может показаться, что сильный рубль — это хорошо. Он помог стабилизировать инфляцию и делает покупки иностранных товаров более выгодными как для потребителей, так и для импортеров. Но не все так однозначно. Слишком сильный рубль явно не устраивает российские власти. На днях министр экономики Максим Решетников заявил, что *«формируется новый пакет вызовов для экономики, в первую очередь крепкий рубль, который, конечно, чрезмерно укрепился»*. Вице-премьер Андрей Белоусов также отметил, что нынешний курс в диапазоне 55—60 рублей за доллар *«слишком крепкий»*, а *«равновесным, комфортным для нашей промышленности является курс от 70 до 80 рублей за доллар»*.

Чтобы добиться ослабления рубля, Банк России и Минфин России постепенно смягчают валютные ограничения. Только за последние недели:

- ✓ Минфин разрешил экспортерам зачислять иностранную валюту на свои зарубежные счета;
- ✓ Банк России увеличил втрое максимальный лимит по зарубежным переводам в месяц для физлиц (с \$50 тысяч до \$150 тысяч);
- ✓ а еще вернул ключевую ставку к докризисному уровню в 9,5% (в ближайшем будущем мы можем увидеть ставку и ниже 9%).

Так почему же крепкий рубль — это плохо

- ✓ Доходы экспортеров снижаются, а с ними и госбюджет России

Экспортеры получают выручку в валюте. Поэтому крепкий рубль ведет к снижению их доходов, а значит, и к снижению налоговых выплат ими в госбюджет.

На днях Минфин опубликовал предварительные оценки исполнения госбюджета за первые пять месяцев 2022 года. Профицит бюджета составил 1,495 трлн рублей. При этом доля доходов от нефтегазового сектора увеличилась до 46% с 38% в начале года. Основную часть нефтегазовых доходов (около 85%) составили поступления от продажи нефти и нефтепродуктов.

Исполнение федерального бюджета за январь—май 2022 года (предварительные данные в млн рублей)

	Утверждено Ф3 «О федеральном бюджете на 2022 год и на плановый период 2023 и 2024 годов»	Исполнение за январь—май	% исполнения
ДОХОДЫ	25 021 905,1	12 043 333,7	48,1%
Нефтегазовые	9 542 624,8	5 658 056,4	59,3%
Ненефтегазовые	15 479 280,3	6 385 277,3	41,3%
РАСХОДЫ	23 694 227,5	10 547 944,6	44,5%
Процентные	1 403 356,7	551 498,0	39,3%
Непроцентные	22 290 870,8	9 996 446,6	44,8%
ПРОФИЦИТ/ДЕФИЦИТ	1 327 677,7	1 495 389,1	
ПЕРВИЧНЫЙ ПРОФИЦИТ/ДЕФИЦИТ	2 731 034,4	2 046 887,1	

Источник: Министерство финансов России

«Ну и где здесь негативная динамика от укрепления рубля?» — спросите вы. А вот где. За январь—апрель нефтегазовые доходы были в среднем на уровне 1,2 трлн рублей в месяц. Но в мае они упали практически на 30%, до 872 млрд рублей. При этом цены на российскую нефть бренда Urals в мае выросли по сравнению с апрелем, да и объем поставок оставался на высоком уровне. Получается, что именно укрепление рубля привело к снижению нефтегазовых доходов.

В июне снижения относительно мая может не быть, так как возросшая стоимость Urals может нивелировать негативный эффект сильного рубля. В мае курс рубля был в среднем на уровне 63,3 рубля за доллар, а средняя цена Urals составляла \$78,81 за баррель. Это примерно 5 000 рублей за баррель. При текущем курсе около 57 рублей за доллар и цене на Urals около \$84 за баррель стоимость российской нефти в рублях получается примерно такой же — около 4 800 рублей за баррель. Если текущие уровни цен на российскую нефть сохранятся, нефтегазовые доходы в госбюджет России могут составить 10,6 трлн рублей по итогам года.

Тем не менее Минфин РФ прогнозирует дефицит бюджета по итогам 2022-го. Он может составить 1,6 трлн рублей (это 2% ВВП). В первую очередь это связано с высокими запланированными расходами. Но и слишком сильный рубль тоже может негативно повлиять на доходы, как это было в мае. К тому же не стоит забывать, что объем экспортных поставок, в том числе нефтегаза, может со временем существенно сократиться из-за санкций, а цены на энергоносители — упасть.

- ✓ Конкурентоспособность российских экспортеров падает, а безработица растет

Товары, произведенные в России, всегда привлекали зарубежных импортеров низкой стоимостью. Но при сильном росте курса рубля они теряют это конкурентное преимущество, потому что становятся дороже для иностранцев, которые оплачивают их в своей валюте. Это может вылиться в еще большее сокращение клиентской базы российских экспортеров, которым и без того сейчас приходится нелегко. Так уже происходит с российскими металлургами. Теряя рынки сбыта, некоторым из них придется постепенно сокращать расходы, в том числе на персонал. Отсюда и возможное увеличение безработицы в России.

В истории уже есть примеры. В конце 1970-х, после освоения крупного газового месторождения, экспорт энергоносителей из Нидерландов существенно возрос, а местная валюта (гульден) заметно укрепилась. В результате промышленность Нидерландов потеряла способность конкурировать на глобальном рынке и стала нести потери. Это привело к росту безработицы и снижению ВВП.

На фоне укрепления отечественной валюты и увеличения зависимости от нефтегазового экспорта симптомы «голландской болезни» уже наблюдаются в России. Но отметим, что, в отличие от Нидерландов 70-х годов, у России все же есть джокер в рукаве — это резервы ФНБ. Их могут направить на поддержку и развитие промышленного сектора.

До какого уровня может укрепиться рубль

При текущих ценах на энергоносители и разницу в инфляциях курс может укрепиться до **47—52 рублей за доллар**. Об этом говорит курс рубля, который наблюдался до усовершенствования бюджетного правила в 2017 году. Тогда он тоже сильно зависел от цен на нефть.

Как не допустить такого укрепления

Необходимо стимулировать экономику России. Делать это можно за счет использования средств ФНБ и дальнейшего снижения ключевой ставки.

По словам министра экономики Максима Решетникова, *«источником крепкого курса является слабый спрос в экономике, это в первую очередь кредитование»*. То есть Минэк призывает ЦБ продолжать снижать ключевую ставку, чтобы стимулировать кредитование и потребительский спрос. В том, что Банк России продолжит снижать ставку, сомнений нет. Хотя дальнейшее снижение вряд ли будет столь же агрессивным, как в последние несколько месяцев. Есть риски, что инфляция снова начнет разгоняться, поэтому Банк России, скорее всего, будет действовать аккуратно.

Также может помочь снятие ограничений на движение капитала в России. Большую часть ограничений уже сняли. *«Запрета на хождение доллара, евро и других валют в РФ не будет»*, — отмечает глава ЦБ Эльвира Набиуллина. Правда, отменять ограничения на продажу наличной валюты в условиях санкций Банк России пока не планирует.

Еще министр финансов Антон Силуанов на ПМЭФ отметил, что Минфин работает над новой конструкцией бюджетного правила и его элементы могут быть модифицированы в зависимости от объемов добычи углеводородов. Банк России также обсуждал необходимость некоего бюджетного якоря.

До апреля 2022 года в России действовало бюджетное правило, в рамках которого Минфин направлял дополнительные доходы от высоких цен на энергоносители в ФНБ (в 2022 году планка отсечения, выше которой доходы считались дополнительными, находилась на уровне \$44,2 за баррель). Далее эти средства направляли на покупку иностранной валюты и золота. Именно эти покупки позволяли регуляторам контролировать курс валюты и держать его на комфортных уровнях для экспортеров и госбюджета.

Но после введения санкций валютные резервы ФНБ оказались заморожены, а возможность покупать иностранную валюту для поддержания курса рубля пропала. Это стало главной причиной, почему рубль так сильно укрепился.

Что же будет с рублем

В ближайшие месяцы курс рубля может задержаться в диапазоне **53—58 рублей за доллар**.

- ✓ Во-первых, сильный дисбаланс экспорта и импорта пока никуда не денется.
- ✓ Во-вторых, Банку России и Минфину важно сохранить под контролем инфляцию, которую удалось стабилизировать благодаря сильному рублю. Делать ставку на решение именно этой проблемы им позволяет текущий профицит бюджета.
- ✓ Ну и наконец, регуляторы дают время импортерам наладить логистику и производственные цепочки. Да и по правде говоря, без бюджетного правила, которое предусматривало покупку валюты, у Минфина нет механизма напрямую воздействовать на курс и искусственно повышать его.

Со временем большая часть цепочек восстановится, и импорт неминуемо начнет расти. Да, его объемы не будут прежними, как до геополитического кризиса, учитывая санкции. Но запуск параллельного импорта и поставки от новых партнеров приведут к частичному восстановлению. Поэтому спрос на валюту со стороны российских импортеров начнет расти, что может подтолкнуть курс к **65—70 рублям за доллар**. О таком сценарии говорит и министр финансов Антон Силуанов: *«Ситуативно проблема избыточно крепкого рубля решается через наращивание импорта»*.

Но такой сценарий возможен только в том случае, если цены на нефть и объемы ее экспорта останутся примерно на том же уровне, что есть сейчас. Ведь пока высокие цены на энергоносители и объемы экспорта компенсируют негативный эффект сильного рубля и сохраняют госбюджет в профиците. Но объемы экспорта, скорее всего, снизятся на горизонте года из-за санкций. И вот тогда для стабилизации бюджета потребуется более высокий курс. Выше **70—75 рублей за доллар**, если экспорт снизится на 20%, а стоимость Urals сохранится на уровне около \$85 за баррель.

Аналитический отчет составлен в соответствии с Методикой оценки ценных бумаг Тинькофф Банка.

Ценные бумаги и другие финансовые инструменты, упомянутые в данном обзоре, приведены исключительно в информационных целях; обзор не является инвестиционной идеей, советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги и другие финансовые инструменты.

[Весь текст дисклеймера](#)