

падение инвестиций (со снятой сезонностью) во втором квартале заметно замедлилось, но не остановилось. Так что **без трудной работы по формированию в России новой модели экономического роста, основанной на ускоренном росте инвестиций и инноваций, все равно не обойтись.**

*Валерий Миронов, Алексей Немчик*

## Платёжный баланс

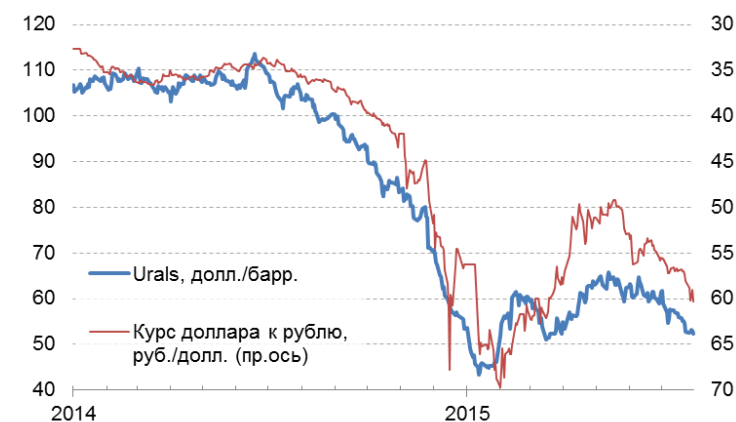
### 4. Курс рубля вышел из-под контроля Банка России

*Снижение нефтяных цен, решения Банка России и ФРС США по процентным ставкам привели к очередной волне снижения курса рубля. В ближайшие месяцы российские компании и банки могут столкнуться с дефицитом валюты на внутреннем рынке.*

Тенденция к снижению нефтяных цен наметилась ещё в середине мая, когда был достигнут послекризисный максимум. С тех пор баррель нефти потерял более 20% своей стоимости. Вслед за нефтью падал российский рубль (рис. 4.1)<sup>4</sup>. **Синхронность ослабления рубля и снижения нефтяных котировок вполне объяснима** - доля нефти и нефтепродуктов составляет около половины всего экспорта и 60% с учётом газа.

<sup>4</sup> Стоимость российской нефти марки Urals снизилась с 66 долл./барр. 13 мая (послекризисный максимум) до 52 долл./барр. в минувшую пятницу, или на 21%. Одновременно с этим максимальная стоимость рубля (около 49 руб./долл.) пришлась на 19 мая и с того момента рубль подешевел почти на 20% (до 62 руб./долл.),

Рис. 4.1. Динамика цен на нефть и курса рубля



Источник: Reuters, Банк России, CEIC Data

Однако **на ослабление рубля работала не только нефть, но и политика Банка России**, который с 14 мая скупал в резервы ежедневно до 200 млн долл. С точки зрения многомиллиардных ежедневных объёмов торгов на внутреннем валютном рынке, эти интервенции не могли изменить тенденции ослабления рубля, но вполне могли усилить её. По нашим оценкам, Банк России в мае (купив более 2 млрд долл.) абсорбировал около 30% профицита счёта текущих операций, в последующие два месяца регулятор взял с рынка почти 8 млрд долл., что в два раза превысило приток валюты по текущим операциям. На фоне хронического оттока капитала частного сектора это усиливало давление на рубль.

**Трудно объяснить подобную валютную политику одним лишь желанием пополнения международных резервов** в среднесрочной перспективе до уровня 500 млрд долл. Однако вряд ли она была продиктована желанием простимулировать экспортёров и импортозамещение. В условиях слабого спроса полученная прибыль от курсовой переоценки идёт не столько на инвестиции и на создание новых производственных мощностей, сколько на погашение внешних долгов и вывод капитала за рубеж. Вряд ли она была вызвана стремлением пополнить нефтяной бюджет. Рублёвая выручка за баррель нефти неуклонно снижается (рис. 4.2) и чтобы выйти на уровень конца 2014 – начала 2015 гг. валютный курс нужно было ослабить до 65 руб./долл. Банк России на это не пошёл и с 28 июля приостановил покупку валюты, объяснив это решение желанием остановить ослабление рубля. Тем самым, **регулятор попытался обозначить для рынка «валютный коридор» в диапазоне 50-60 руб./долл.** – имея ввиду, что более резкое ослабление валютного курса несёт угрозу финансовой стабильности. В этом случае население может начать активно скупать наличную валюту, экспортёры – придерживать валютную выручку, а резервы при этом будут быстро таять. Решение о приостановке покупки валюты было правильным, но несколько запоздалым – курс рубля укрепился, но ненадолго.

29 июля Комитет по операциям на открытом рынке ФРС США принял решение оставить ставку на прежнем уровне. На этот раз не было сказано о рисках

Рис. 4.2. Динамика цен на нефть



Источник: Reuters, Банк России, CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

укрепления доллара, о чем упоминалось ранее. Участники рынка восприняли это решение как сигнал к скорому повышению ставки<sup>5</sup>, что проявилось в укреплении доллара на мировых рынках, а в России – едва подросший перед этим **рубль на внутрисуточных торгах вновь стал ослабевать**. В этот раз – **на ожиданиях дальнейшего снижения нефтяных цен из-за опасений роста доллара, а также роста оттока капитала** (взаимосвязи доллара и нефти можно видеть на рис. 4.3).

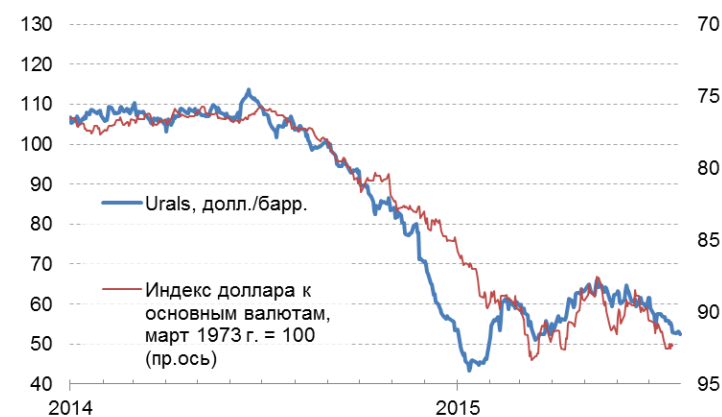
31 июля Совет директоров Банка России принял решение снизить ключевую ставку с 11,5% до 11,0% годовых, объясняя это многими факторами, в том числе рисками усиления рецессии, однако он ничего не сказал о рисках, связанных с ростом оттока капитала, хотя раньше эти риски сдерживали снижение процентных ставок. В тот же день падение рубля ускорилось – **снижение ставок дополнительно простимулировало отток капитала**. В результате курс доллара превысил 62 рубля.

**Август-сентябрь – традиционно неблагоприятный период для рубля**, тем более в условиях экономического кризиса. Из-за сезонного фактора профицит СТО в этот период составит, по нашим оценкам, всего 5 млрд долл., в то время как погашение внешнего долга – в четыре раза больше (очередной пик платежей приходится на сентябрь – 14 млрд долл.). Процесс накопления валюты предприятиями и банками, вероятно, уже начался, и Банк России вновь может столкнуться с дилеммой: отпустить рубль в свободное плавание, как это было в конце прошлого года, и/или удовлетворить спрос на валюту за счёт накопленных резервов.

*Сергей Пухов*

<sup>5</sup> После выходы на следующий день данных о росте ВВП США во втором квартале на 2,3% в годовом выражении речь уже идёт не столько о том, когда до конца года начнётся повышение ставок, сколько о том, как агрессивно будет действовать Федрезерв.

**Рис. 4.3. Динамика цен на нефть и стоимости доллара на мировом рынке**



Источник: Reuters, ФРС США.