УПРАВЛЕНЕЦ № 5/63/ 2016

Идентификация и анализ факторов обменного курса российского рубля

КУРГАНСКИЙ Сергей Александрович
Доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой экономической теории и институциональной экономики

Байкальский государственный университет
664003, РФ, г. Иркутск, ул. Ленина, 11
Тел.: (3952) 25-55-50 (доп. 251)
E-mail: kurgan2612@mail.ru

Ключевые слова

ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ
ИНФЛЯЦИЯ
ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС
ДЕВАЛЬВАЦИЯ
РЕВАЛЬВАЦИЯ
ОЖИДАНИЯ

Аннотация

Выявлены и проанализированы наиболее значимые факторы и процессы, определяющие уровень обменного курса рубля в экономике России в краткосрочном периоде. Показано, что сохраняются факторы, способствующие девальвации рубля, и прежде всего возможное снижение цены на нефть. К таким факторам относятся рецессия и инфляция в экономике России, монетарная политика ФРС США, дефицит госбюджета РФ и накопление международных резервов, а также девальвационные ожидания. Одновременно ряд факторов способствуют ревальвации рубля: сохраняющееся положительное сальдо торгового баланса, замедление оттока капитала, долговая политика правительства, умеренно жесткая монетарная политика Банка России, резкое падение доходов населения. Многие из рассмотренных факторов транслируют на экономику России процессы в мировой экономике и отражают нестабильную экономическую конъюнктуру мировых рынков. Взаимодействие указанных групп факторов приводит к установлению некой равнодействующей, к «курсовому равновесию» рубля, которое и является предметом оценок и прогнозов.

JEL classification

E42

ВВЕДЕНИЕ

Обменный курс рубля – одна из тех экономических категорий, которые ежедневно находятся в фокусе экономических новостей и вызывают бурные научные (и не только) дебаты [2].

В соответствии с Конституцией РФ денежной единицей страны является рубль. Денежная эмиссия осуществляется исключительно Банком России. Введение и эмиссия других денег в Российской Федерации не допускаются (ст. 75, п. 1). Положения данной статьи развиваются в Законе о ЦБ РФ, а также в Гражданском кодексе РФ.

Соотношение обмена одной валюты на другую имеет огромное значение для субъектов внешнеэкономической деятельности. Особенность отражения взаимоотношений с иностранным сектором заключается в том, что учет операций внутри страны производится в национальной денежной единице, а расчеты ведутся в той валюте, которая выполняет роль международной денежной единицы. В России рубль привязан к двум основным международным валютам – доллару США и общеевропейской валюте евро. Именно в них осуществляется подавляющая часть внешнеэкономических операций, а текущий курс рубля к доллару и евро является базовым для определения текущих курсов всех остальных валют.

В современных условиях уровень обменного курса национальной валюты – важный параметр, влияющий на многие макроэкономические показатели и учитываемый при принятии решений основными субъектами экономики. Поэтому понимание процесса его формирования имеет важное теоретическое и практическое значение, способствует повышению точности экономических прогнозов, инвестиционных решений и оценки последствий проводимой экономической политики. В литературе по данной теме оценки и прогнозы экспертов зачастую не соответствуют реальному положению дел и постоянно пересматриваются при изменении экономической конъюнктуры. Мы полагаем, что обменный курс рубля является результатом взаимодействия двух групп факторов, определяющих равновесный в данных условиях его уровень.

Целью статьи является идентификация и анализ наиболее значимых факторов и процессов в экономике России, определяющих уровень обменного курса рубля в краткосрочном периоде.

Достижение заявленной цели обусловливает решение следующих задач:

- определить понятия валютного курса и режимов его регулирования;
- выявить и проанализировать факторы, способствующие ослаблению рубля;
- выявить и проанализировать факторы, способствующие укреплению рубля.

ВАЛЮТНЫЙ КУРС И РЕЖИМЫ ЕГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Следует различать обменный и девизный валютный курс. Различают также номинальный и реальный валютный курс. Реальный курс отличается от номинального тем, что учитывает соотношение уровня цен внутри страны и уровня цен мирового рынка. Поэтому уровень инфляции и уровень обменного курса тесно взаимосвязаны. Обычно принимается во внимание, что на изменение текущего значения номинального валютного курса также оказывают влияние изменения в чистом экспорте благ (торговом балансе), изменения величины чистого экспорта капитала (баланса движения капитала) и динамика спроса на валюту со стороны активов.

В зависимости от способа регулирования различают фиксированный и плавающий валютный курс. На практике обычно применяется некоторый промежуточный вариант. В России в 1998–2014 гг. проводилась политика ограниченно плавающего валютного курса с регулированием со стороны Банка России [7]. В соответствии с ней в качестве промежуточного индикатора использовался обменный курс рубля по

Identification and Analysis of the Factors Affecting the Exchange Rate of the Russian Ruble

Sergey A. KURGANSKY
Dr. Sc. (Econ.), Professor, Head of Economic Theory and Institutional Economics Dept.

Baikal State University
664003, RF, Irkutsk,
Lenina St., 11
Phone: (3952) 25-55-50 (ext. 251)
E-mail: kurgan2612@mail.ru

Keywords

RUSSIAN RUBLE EXCHANGE RATE
INFLATION
PAYMENT BALANCE
DEVALUATION
REVALUATION
EXPECTATIONS

Abstract

The most significant factors and processes that determine the exchange rate of ruble in the Russian economy in the short run are specified. It is shown that factors accelerating ruble's devaluation, such as possible decline in oil prices, still persist. These factors also embrace recession and inflation in Russia's economy, the monetary policy of the US Federal Reserve System, the RF budget deficit and accumulation of international reserves, as well as devaluation expectations. At the same time, a number of factors contribute to ruble's revaluation, such as persistent trade surplus, reduced capital outflow, government debt policy, moderately strict monetary policy of the Central Bank of the Russian Federation, and a sharp drop in household income. Many of the factors mentioned reflect the unstable economic situation in the world markets, and through them global economic processes are extrapolated to Russia's economy. Interaction of these groups of factors leads to the balanced exchange rate of ruble that is the subject to estimates and projections.

отношению к бивалютной корзине, заключенный в коридор. Следуя за состоянием платежного баланса, Банк России прибегал к периодическим интервенциям на валютном рынке (за счет валютных резервов и в соответствии с существовавшим механизмом) с целью удержания курса рубля в рамках заданного коридора. Так, в конце 2014 г. Банк России израсходовал на попытки остановить падение рубля 67 млрд дол.

В ноябре 2014 г. Банк России официально перешел к политике таргетирования инфляции и прекратил валютные интервенции [1]. После этого российская валюта стремительно девальвировала по отношению ко всем резервным валютам, причем курс рубля стал весьма волатильным [14]. С середины 2014 г. к августу 2016 г. обменный курс рубля с уровня около 35 р. вырос до 64 р. за доллар США с пиком 82,63 р. в январе 2016 г. (рис. 1). Это означает почти двукратное обесценение (девальвацию) рубля по отношению к ведущей резервной валюте.

Впрочем, за последние два года все валюты мира девальвировали по отношению к доллару США. Но при этом рубль обесценился по отношению не только к доллару, но и ко всем валютам, включая «сырьевые».

В самом общем виде сила и стабильность национальной валюты отражает состояние национальной экономики и очень тесно связана с уровнем инфляции и платежным балансом страны. Чем же определяется обменный курс рубля в краткосрочном периоде?

Проанализируем наиболее значимые факторы и процессы, определяющие обменный курс рубля, причем не только с целью выявления их причин, но и в разрезе направления влияния: способствуют ли они девальвации или ревальвации национальной валюты (см. таблицу). Такое деление в некоторой степени условно и применимо лишь к определенному периоду времени, поскольку данные факторы при известных обстоятельствах могут меняться местами.

ФАКТОРЫ, ВЫЗЫВАЮЩИЕ ДЕВАЛЬВАЦИЮ РУБЛЯ

В экономике России сохраняется целый ряд факторов и процессов, способствующих девальвации рубля. Выделим и кратко проанализируем наиболее заметные из них.

1. ***Рецессия и инфляция в экономике России***. Замедление темпов роста в экономике России началось еще в 2013 г. По итогам 2015 г. реальный ВВП по официальным данным снизился на 3,7%, в то время как среднемировое развитие, хотя и замедленными темпами, продолжалось. По различным оценкам, в 2016 г.

Рис. 1. Обменный курс рубля по отношению к доллару США

Источник: http://quote.rbc.ru/exchanges/demo/selt.0/USD000UTSTOM/intraday?show=intra3.

Наиболее значимые факторы, влияющие на обменный курс рубля в России в 2016 г.

Девальвационные	Ревальвационные
Рецессия и инфляция в экономике. Падение цен на сырьевые товары. Монетарная политика ФРС США. Состояние госбюджета РФ. Накопление международных резервов. Девальвационные ожидания	Положительное сальдо торгового баланса. Замедление оттока капитала. Долговая политика. Денежно-кредитная политика Банка России. Падение доходов населения

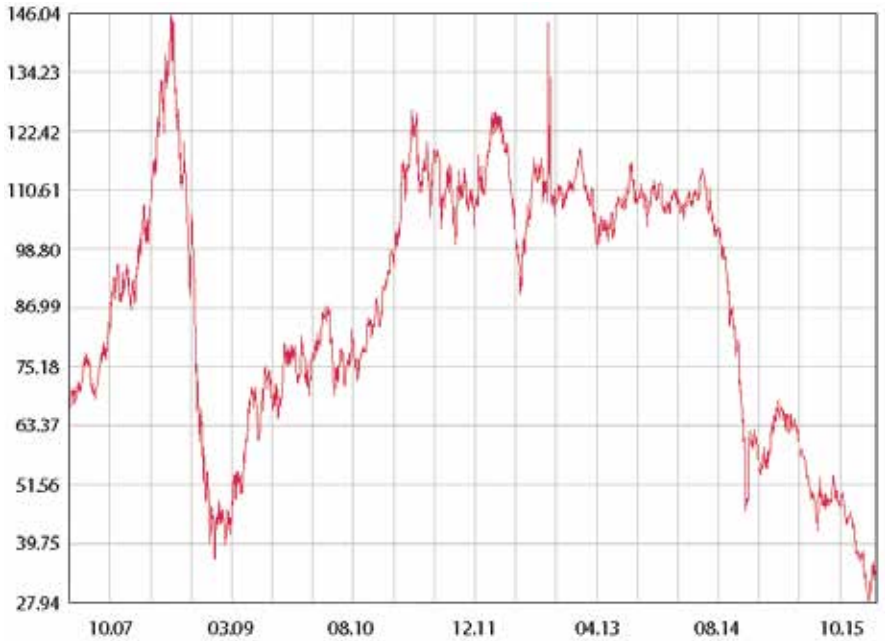

Рис. 2. Динамика цен на нефть марки Brent, дол./баррель

Источник: Нефть России: динамика цен на нефть. URL: www.oilru.com/dynamic.phtml.

рецессия продолжится. Официальные темпы инфляции в 2015 г. составили 12,9%, при этом вклад девальвации рубля в рост цен составил не менее 50%. По имеющимся оценкам, ослабление национальной валюты на 10% приводит к повышению уровня цен на 1%. Вместе с тем в ближайшей перспективе весьма вероятно ослабление влияния динамики обменного курса рубля на уровень цен, учитывая ситуацию в мировой экономике. Теоретически девальвация должна стимулировать производителей внутри страны и усиливать их конкурентные позиции на мировых рынках [5], но в силу структуры российского экспорта и действующих против страны санкций этот эффект выражен незначительно. В целом сохраняющаяся слабость экономики и отсутствие ясной стратеги развития провоцируют дальнейшую слабость рубля.

2. ***Падение цен на сырьевые товары***. В предкризисные годы продажа за рубеж сырья обеспечивала мощный поток экспортной выручки, что вело к укреплению рубля и оказывало сильное инфляционное давление на экономику.

С началом острой фазы финансового кризиса цены на большинство сырьевых товаров резко упали. По мере развертывания долгового кризиса в европейских странах и на фоне замедления темпов роста в Китае, США и всей мировой экономике в 2015–2016 гг. спрос на биржевые товары, включая продукцию сельского хозяйства, начал снижаться. Некоторую коррекцию демонстрируют только драгоценные металлы на фоне возросших рисков (в качестве защитных активов). Эти процессы укрепили американскую валюту и стали одним из мощных драйверов дефляции в мировой экономике.

Сырьевые ресурсы, прежде всего нефть и газ, остаются основой экспорта России. Стремительное падение цены на нефть (которая котируется в долларах США, рис. 2) оказало крайне негативное влияние на экономику России.

В январе 2016 г., после обвального падения фондовых индексов в Китае, цена нефти марки Brent опускалась до 28,2 дол./баррель. В этот момент стоимость доллара преодолела уровень 82 р. Основной маркой российской нефти является Urals, которая торгуется с дисконтом до 2 дол. к эталонной на мировом рынке марке Brent. Взаимосвязь между курсом рубля и ценой на нефть наглядно демонстрируют приведенные графики (рис. 3, 4).

Как видно, обратная зависимость между курсом рубля и ценой на нефть очень тесная. Практически столь же тесной является зависимость от цены на нефть доходов бюджета. Вклад данного фактора в девальвацию валюты России оценивается в пределах 70–90%, т.е. цена нефти остается определяющим фактором для курса рубля [8]. Данная зависимость усиливается в периоды низких цен на нефть и выплат внешнего долга, сопровождаясь высокой волатильностью на рынке.

Остается еще 10–30%, которые распределяются на все иные факторы, многие из которых влияют главным образом на краткосрочный курс валют.

3. ***Монетарная политика ФРС США***. Начиная с 2008 г. центральные банки всех без исключения стран – эмитентов мировых резервных валют осуществляют программы масштабной эмиссии. В США Федеральная резервная система провела три раунда «количественного смягчения», в результате которых в финансовую систему США (и далее – всего мира) было влито не менее 4,5 трлн дол. Целью было преодоление замедления темпов роста американской экономики и борьба с высоким уровнем безработицы. Подобные действия проводили Европейский ЦБ (активно с 2014 г.), ЦБ Японии, Швейцарии и Великобритании в рамках борьбы с долговым кризисом, укреплением валют и дефляцией. Одним из крупнейших эмитентов в мире стал Народный банк Китая, стремящийся сохранить высокие темпы экономического роста в КНР. Одновременно с этим ведущие центральные банки проводили активную процентную политику, доведя учетные ставки до нуля. Избыточная дешевая ликвидность направлялась не только на фондовый рынок и формирование «пузырей» на различных рынках, но и на рынки развивающихся стран, в основном в виде спекулятивных портфельных инвестиций и кредитов, провоцируя долговой кризис при укреплении доллара США.

Последствия проводимой политики для России были в большей степени отрицательными и заключались в углублении нефтяной зависимости и затруднении перехода к новой модели роста[1].

Но в 2014 г. ФРС США начала сворачивать программу количественного смяг-

[1] Россия после QE: перестройка и шоковая терапия // Финмаркет. URL: www.finmarket.ru/main/txt.asp?id=3491460.

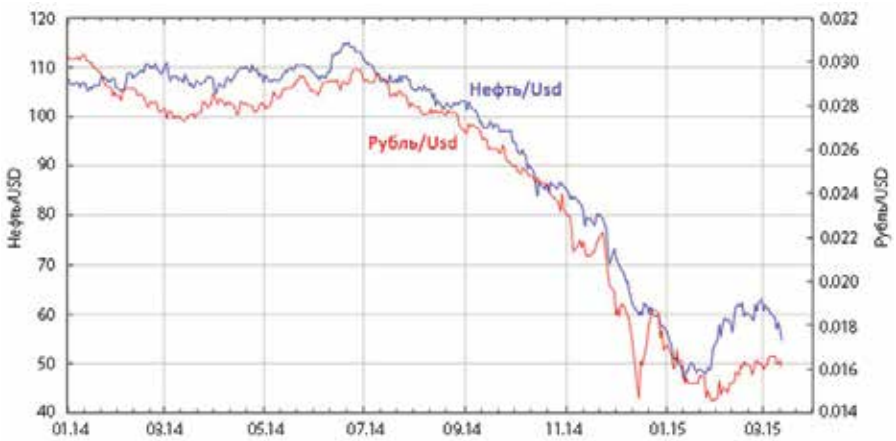

Рис. 3. График взаимосвязи цены на нефть марки Brent с девизным курсом рубля

Источник: Зависимость курса рубля от цены нефти. URL: http://se-zar.ru/zavisimost-kursa-rublya-ot-ceny-nefti.htm.

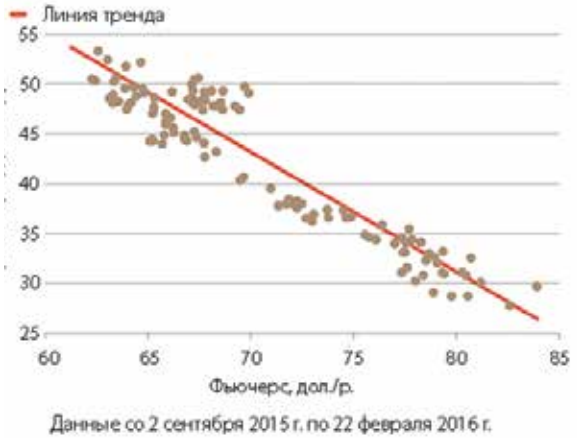

Рис. 4. График взаимосвязи цены на нефть с обменным курсом рубля

Источник: Зависимость курса рубля от цены нефти. URL: www.rbc.ru/opinions/finances/04/03/2016/56d847e09a7947b4f506573a?from=typeindex%2Fopinion.

чения и в конце 2015 г. перешла к политике повышения процентных ставок. В результате продолжилось укрепление доллара США – примерно на 20% по отношению к корзине из шести ведущих валют за вторую половину 2015 г. Это поддерживает тенденцию к снижению цен на сырьевые товары и оттоку капитала с развивающихся рынков. В России эти процессы способны внести заметный вклад в дальнейшую девальвацию рубля.

4. ***Состояние госбюджета***. Бюджетный профицит, характерный для предкризисных лет, в 2009 г. сменился значительным дефицитом в связи с экономическим спадом, сокращением экспортной выручки, увеличением антикризисных и социальных расходов и дотаций регионам. В период коррекции в 2011–2012 гг. бюджет был сведен с профицитом, но с 2013 г. вновь стал дефицитным[1].

15 декабря 2015 г. Президент России подписал закон «О федеральном бюджете на 2016 г.». Среди его основных характеристик – прогнозируемый уровень инфляции не более 6,4%, среднегодовая цена нефти марки Urals 50 дол. США за баррель, дефицит бюджета 3%[2]. Однако уже в январе цена на нефть упала значительно ниже прогнозной и стала очевидной его нереалистичность. Правительство планирует корректировать бюджет, разрабатывает уточненные сценарии развития российской экономики и «антикризисные планы» [3]. В такой ситуации принимаемые проциклические меры по дальнейшему сокращению госрасходов и доходов зависимых от бюджета слоев населения дополнительно усилят спад ВВП, а также инфляционное давление на экономику и девальвационное давление на рубль.

Финансирование бюджетного дефицита в условиях санкций представляет серьезную проблему. Так как внешние заимствования практически исключены, предполагается черпать средства из Резервного фонда и провести «большую» приватизацию. Недостающую сумму планируется получить за счет роста государственного долга, преимущественно за счет размещения внутренних облигаций федерального займа. Рассматривается также дальнейшее сокращение расходов бюджета и увеличение налогов. Существует вероятность того, что в целях финансирования дефицита бюджета будет проводиться целенаправленная девальвация рубля (по некоторым оценкам, при цене на нефть на уровне 30 дол. за баррель повышение курса на 1 р. за доллар прибавляет к доходам бюджета 35–40 млрд р.).

Но трудности, весьма вероятно, не ограничатся одним годом. При падении цены нефти до 25 дол. за баррель дефицит бюджета в 6–7% ВВП в течение двух лет не покрывается не только Резервным фондом, но и Фондом национального благосостояния.

5. ***Накопление международных резервов***. Экономический рост за счет валютных поступлений в предыдущие годы закрепил экспортно-сырьевую модель развития экономики и затрудняет ее диверсификацию и модернизацию сегодня. Бюджетная политика была ориентирована (в соответствии с монетаристскими рецептами) на подавление инфляции за счет медленного роста денежной массы и стерилизации нефтегазовых доходов в государственные фонды. С позиции экономической безопасности страны накопление резервов, безусловно, сыграло положительную роль в период острой фазы кризиса – их наличие позволило осуществить масштабные антикризисные меры.

Сегодня Россия – единственное из развивающихся государств, наращивающее свои золотовалютные резервы, несмотря на сложные экономические условия. В отличие, например, от Китая, который за последние 1,5 года израсходовал около 750 млрд дол. резервов, Россия не проводит за счет резервов интервенций, направленных на поддержание национальной валюты. На конец мая 2016 г. международные резервы России составляли 388,2 млрд дол., что на 38 млрд выше минимума, зафиксированного за год до этого. Банк России намерен увеличить резервы до 500 млрд дол.

Президент России В.В. Путин считает большие золотовалютные резервы гарантией финансовой независимости России [11]. Он лично принимает решения

[1] Бюджетные показатели. URL: http://icss.ac.ru/macro/index_year.php?id=10.

[2] Федеральный закон от 14 декабря 2015 г. № 359-ФЗ. URL: http://kremlin.ru/acts/bank/40304/page/1.

о расходах Фонда национального благосостояния.

Накопление международных резервов в условиях текущей нестабильной экономической конъюнктуры отчасти способствует девальвации рубля, но в значительно большей степени повышает волатильность обменного курса.

6. ***Девальвационные ожидания***. У субъектов российской экономики, в том числе предпринимателей, превалируют статические (экстраполяционные) ожидания. Резкая девальвация рубля в конце 2014 г. в очередной раз подтвердила их «правильность». Положение усугублялось не всегда своевременными действиями Банка России, и на валютном рынке в течение нескольких дней ситуация была близка к панике, кредитование практически остановилось, а население в попытке сохранить свои накопления ажиотажно скупало товары длительного пользования. Но затем, по мере стабилизации, в условиях слабого спроса на многих рынках, такое поведение субъектов стало нерациональным. Рост цен, особенно на импортные товары, привел к снижению объемов продаж, а далее – выручки и прибыли. Действие законов спроса и предложения никто не отменял, даже в России. Стратегия выживания начала диктовать трансформацию ожиданий субъектов в адаптивные. Ситуация повторилась в январе 2016 г., хотя и в более мягкой форме. Высокая волатильность рубля в целом серьезно осложняет деятельность российского бизнеса, затрудняет инвестирование, делая горизонт планирования совсем коротким.

В целом девальвационные ожидания в секторе домохозяйств и среди предпринимателей остаются достаточно высокими. Свидетельством этому может служить рост, несмотря на валютные риски, доли депозитов в иностранной валюте, причем как компаний (до 50%), так и населения (до 30%).

Правительство России пытается управлять этими ожиданиями с помощью регулярных вербальных интервенций. Но для эффективного применения этого инструмента необходимо высокое доверие, которого по известным причинам недостает.

Ожидания и политический фон влияют также на поведение нерезидентов – потоки капитала зависят от восприятия иностранными инвесторами политических событий. Наиболее существенными геополитическими факторами для курса рубля остаются ситуация на Ближнем Востоке, на Украине и возможное смягчение санкций.

ФАКТОРЫ, СПОСОБСТВУЮЩИЕ РЕВАЛЬВАЦИИ РУБЛЯ

В то же время в экономике действует ряд факторов и процессов, способствующих укреплению (ревальвации) рубля. Эти факторы и процессы в определенной степени уравновешивают девальвационные тенденции. Проанализируем наиболее значимые из них.

1. ***Положительное сальдо торгового баланса***. В периоды снижения цен на нефть сокращается экспортная выручка, что ухудшает состояние торгового баланса, и наоборот. Введенные в середине 2014 г. санкции против России и последовавшие ответные меры, закрытие зарубежных кредитных линий, усиление геополитической напряженности и спад международной торговли, а также падение доходов населения оказали существенное воздействие на чистый экспорт РФ. За 2015 г. внешняя торговля страны сократилась на треть, причем почти в равной степени как со странами дальнего зарубежья, так и со странами СНГ [12]. При этом профицит сохраняется, что позволяет копить международные резервы и в некоторой степени препятствует оттоку капиталов. Данная тенденция характерна и для первой половины 2016 г., что способствует укреплению рубля.

2. ***Замедление оттока капитала***. В докризисные годы приток спекулятивных, «горячих» денег, в виде портфельных инвестиций и кредитов в банковский сектор и ряд крупных компаний, служил весомым фактором укрепления рубля. С началом глобального финансового кризиса этот приток резко затормозился, а осенью 2008 г. и вообще развернулся. Усиление этого процесса происходило в ответ на обострение ситуации на мировых финансовых рынках.

За 2015 г. чистый вывоз капитала из России, по данным Банка России, составил 56,9 млрд дол., что оказалось значительно ниже прогнозов на этот год и практически в три раза меньше по сравнению с 2014 г. Поступления от экспорта и сальдо текущего счета в условиях низких цен на нефть снизились. При этом значительного оттока капитала не ожидается. В текущем году он должен составить, по расчетам Министерства финансов, около 60 млрд дол., МЭР – 72 млрд дол., по официальному прогнозу ЦБ России – на уровне 70 млрд дол.[1]

Основной причиной оттока капиталов является кредитование российскими банками российских же компаний, зарегистрированных за пределами страны (а это большинство крупных, в том числе «государственных», компаний), из-за резкого ухудшения условий финансирования на внешнем рынке, а также выплата ранее взятых кредитов. Вывоза капитала, не связанного с погашением внешних займов, в 2015 г. практически не было. Напротив, наблюдался приток в размере 23 млрд дол. за счет сокращения валютных накоплений компаний и банков. Это означает, что капиталы возвращались в страну, поддерживая рубль в периоды низких цен на нефть.

Чистый отток капитала ведет к сокращению международных резервов, но одновременно и к сокращению государственного и частного долга России. В целом данный процесс в 2016 г. будет играть в сторону укрепления рубля.

3. ***Долговая политика***. Одной из причин девальвации рубля в конце 2014 г. стали значительные выплаты по внешним долгам. В течение 2015 г. компаниям также пришлось полностью погашать краткосрочный внешний долг, который в нормальных условиях рефинансируется. Покупка валюты для этих целей оказывала существенное давление на рубль. Но в 2016 г. ситуация изменилась – у компаний нет значительных проблем с обслуживанием займов в валюте, объемы выплат значительно ниже, а график выплат ровный.

В настоящее время долговая политика государства способствует укреплению рубля. По данным Банка России, в 2015 г. внешний долг РФ сократился на 14% (с 599 млрд до 515,3 млрд дол. при 728 млрд дол. на начало 2014 г.). При этом внешняя задолженность компаний в 2015 г. снизилась на 35 млрд дол. и составила на 1 января 2016 г. 340,6 млрд дол. В текущем году российским компаниям предстоит выплатить 50–55 млрд дол.

Ожидается, что в 2016 г. объем государственного долга РФ достигнет 15,6% от ВВП. На фоне многих развитых стран, где госдолг превышает 100% ВВП и становится одной из основных причин дефляции, в России существенной проблемы он не представляет. Большая часть общего долга – это долги частных компаний и банков, причем более половины частных российских долгов приходится на госкомпании, которые ныне пребывают под западными санкциями, но дефолт которых допустить нельзя. В последние годы внешний государственный долг продолжал снижаться (на 1 октября

[1] Отток капитала в 2015 г. составил 56,9 млрд дол. // Экономика и жизнь. URL: www.eg-online.ru/news/301941/.

Рис. 5. Темпы роста денежной массы (М2) в России

Источник: Зависимость курса рубля от цены нефти. URL: http://quote.rbc.ru/macro/indicator/1/181.shtml.

2015 г. он составлял около 32 млрд дол.), в то время как внутренний государственный долг рос ускоренным темпом (7,4 трлн р. на конец 2015 г.). В законе «О федеральном бюджете на 2016 г.» заложено его увеличение до 7,9 трлн р. Согласно планам правительства, в 2016 г. на внутреннем рынке предполагается привлечь 1,24 трлн р. Внешние заимствования планируются в объеме до 3 млрд дол.[1]

4. ***Денежно-кредитная политика ЦБ РФ***. Основной функцией Банка России, в соответствии с Конституцией страны, является защита и обеспечение устойчивости рубля. Для этого необходимо поддержание ценовой стабильности, сохранение покупательной способности рубля, что равносильно устойчиво низкой инфляции. Банк России при разработке Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 г. был намерен снизить инфляцию до 4% в 2017 г. (согласно базовому сценарию), следуя стратегии таргетирования инфляции. Заметим, что эта стратегия остается предметом острой полемики в экономической литературе [4; 6; 9]. Основным объектом регулирования со стороны ЦБ является денежная масса. В докризисные годы ежегодный прирост денежной массы составлял в среднем 40%. В период кризиса он резко замедлился, и после некоторого всплеска темп роста денежного предложения в национальном определении (агрегата *М2*) оставался очень низким, составив в 2015 г. 11,4% (в 2014 г. – 2,2%) (рис. 5).

При этом денежная база за 2015 г. выросла только на 2,1%, а объем наличных денег в обращении – на 0,9%[2]. Основные причины – проведение достаточно жесткой денежно-кредитной политики, воздействие экономического спада на каналы эмиссии денег и ее структуру. Остается относительно низким коэффициент монетизации экономики РФ (около 45%), что в 2–3 раза ниже, чем в развитых странах. Соответственно, ниже и скорость оборота денег. Относительно низко и значение денежного мультипликатора (4,4). На этом фоне не исключены ограничения на наличные денежные расчеты в стране (под предлогом борьбы с теневой экономикой и с целью расширения налоговой базы). Доля наличных денег в России составляет 20% общей денежной массы, тогда как в развивающихся странах этот показатель 15%, а в развитых государствах не превышает 10% и продолжает снижаться. Вместе с остающейся высокой ключевой ставкой (11% годовых), сложной ситуацией в банковском секторе (отзыв лицензий и санация коммерческих банков, закрытый доступ к зарубежному фондированию, резкое замедление кредитования, рост просроченной задолженности) данные монетарные факторы оказывают существенное сдерживающее влияние на рост цен и поддерживают рубль.

На поведение инвесторов влияют ожидания рынка по поводу снижения ключевой ставки. Так, когда в 2015 г. регулятор начал снижать ставку, начался приток нерезидентов, которые покупали облигации, продавая валюту. Тем самым они поддерживали курс рубля. В начале 2016 г. наблюдался интерес иностранных инвесторов к рублевым активам в связи с ожидаемым снижением ключевой ставки, а также достаточно высокими ставками по облигациям России. В случае снижения инфляционных рисков Банк России может снизить ключевую ставку или смягчить монетарную политику, что будет способствовать укреплению рубля.

5. ***Падение доходов населения***. В 2009 г. на рынке труда началась структурная коррекция, особенно заметная в ряде «перегретых» ранее секторов экономики: сырьевом, строительном, финансовом. Многие компании уже тогда провели оптимизацию издержек. Последующее восстановление экономики несколько ослабило давление на рынок труда. Как результат, общая численность безработных и уровень безработицы в России постепенно снижались, в то время как реальная начисленная заработная плата увеличивалась, способствуя росту сбережений (в том числе в валюте) и росту оборота розничной торговли. При этом реальные располагаемые денежные доходы практически не росли.

Однако за последние два года произошли драматические изменения. Несмотря на то что уровень безработицы в 2015 г. значительного роста не показал (5,8% на конец 2015 г.), доходы населения в реальном выражении сократились на 4%, причем спад заработной платы составил 10%. Вследствие этого потребление товаров и услуг сократилось на 9,1%, изменилась структура доходов и расходов населения, выросла его зависимость от бюджета. Значительная часть населения с низкими доходами перестала делать сбережения в наличной валюте, а население со средними и высокими доходами увеличило валютные депозиты. По данным Банка России, в 2015 г. россияне приобрели валюты на общую сумму 36 млрд дол., что почти в два раза меньше, чем в 2014 г. Чистый спрос граждан на наличную иностранную валюту в декабре 2015 г. оказался в 4 раза ниже, чем в декабре 2014 г., и в 8 раз ниже, чем в декабре 2013 г. Согласно данным Министерства экономического развития, в 2015 г. доля расходов россиян, направленных на покупку валюты, снизилась до 4,2% (с 5,8% в 2014 г.). Все это дало основание А. Улюкаеву заявить, что население сменило потребительскую модель на сберегательную [10].

В итоге 10%-ный спад частного потребления внес максимальный вклад

[1] Минфин России: государственный долг. URL: www.minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/.

[2] Макроэкономическая статистика России. URL: http://quote.rbc.ru/macro/?country_id=1#group81.

в падение ВВП в 2015 г. – 5,4 процентного пункта из 3,7%, что является абсолютным минимумом с 1995 г. При этом покупательная способность доходов россиян снизилась. Особенно резко сократился спрос на импортные товары, что ведет к росту положительного сальдо торгового баланса. Отметим еще, что из-за падения доходов продолжается снижение цен (в рублях) на рынке недвижимости, делая недвижимость менее привлекательной в качестве объектов инвестирования, подавляя активность в строительной отрасли (которая обладает большим мультипликационным эффектом для всей экономики) и вызывая замедление роста цен в смежных отраслях.

С высокой долей вероятности сжатие внутреннего спроса и снижение спроса на валюту во второй половине 2016 г. продолжится. Данный фактор оказывает существенное давление вниз на уровень потребительских цен и способствует укреплению рубля.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Итак, анализ основных факторов, влияющих на обменный курс рубля, позволяет сделать некоторые выводы. В экономике России по-прежнему играют заметную роль факторы, способствующие его дальнейшей девальвации, и прежде всего это возможное продолжающееся снижение цены на нефть и другие сырьевые товары. Определенный вклад вносят рецессия и инфляция в стране, ухудшающееся состояние государственного бюджета, накопление международных резервов, девальвационные ожидания субъектов экономики. Основными внешними факторами выступают замедление темпов роста мировой экономики и потенциально рестриктивная монетарная политика ФРС США.

Вместе с тем ряд факторов способствует ревальвации рубля. К числу наиболее значимых мы относим сохраняющееся положительное сальдо торгового баланса, замедление оттока капитала, умеренно рестриктивную монетарную политику Банка России и долговую политику Правительства РФ, а также существенное падение доходов населения.

Многие из рассмотренных факторов транслируют на экономику России процессы в мировой экономике и отражают весьма нестабильную экономическую конъюнктуру мировых рынков. Взаимодействие указанных двух групп факторов приводит к установлению некоторой равнодействующей, к «курсовому равновесию» рубля, которое и является предметом дальнейших оценок и прогнозов. Заметим, что количественную оценку анализируемым факторам дать весьма сложно – часть их является неквантифицируемой, другая требует использования более качественной статистики и более точных прогнозов. По мере динамичного изменения экономической ситуации и макроэкономических прогнозов оценки по обменному курсу рубля часто пересматриваются.

Ряд аналитиков считают рубль сильно недооцененной валютой среди развивающихся стран и прогнозируют его укрепление (при условии, что стабилизируется цена на нефть)[1]. О завышенном курсе доллара в России неоднократно заявлял советник Президента РФ по экономике С. Глазьев [4; 13]. Впрочем, высказывается и противоположная позиция.

Мы давать какие-либо прогнозы обменного курса рубля здесь не будем, прежде всего из-за крайне волатильной цены на нефть. В дальнейшем многое будет зависеть от сценария развития мирового экономического кризиса. При продолжении дефляционного сжатия мировой экономики сохранится мощный антиинфляционный тренд, что, безусловно, продолжит оказывать влияние на ситуацию в экономике России. Если экономический кризис перейдет в острую фазу и будет сопровождаться дестабилизацией энергетического рынка, торговыми войнами и протекционизмом, валютными войнами и разрушением мировой валютной системы, фрагментацией мировой экономики и политическими потрясениями, то кардинальное решение долговых проблем не исключено через гиперинфляцию резервных валют. При подобном развитии событий курс рубля становится практически непредсказуемым. Впрочем, катастрофический сценарий в 2016 г. маловероятен. ■

[1] Deutsche Bank назвал рубль одной из самых недооцененных валют. URL: www.rbc.ru/finances/02/03/2016/56d6ba069a794787d2954f42?from=main.

Источники

1. Афанасьева О.Н. О таргетировании инфляции и регулировании курса рубля // Банковское дело. 2014. № 4. С. 10–14.
2. Беляков А., Туруев И. Курс рубля: в поисках оптимума // Общество и экономика. 2015. № 6. С. 38–48.
3. Бутрин Д., Скоробогатько Д. Разведанные запасы прочности // Коммерсант. 2016. 8 февр. URL: www.kommersant.ru/doc/2911191.
4. Глазьев С. О таргетировании инфляции // Вопросы экономики. 2015. № 9. С. 124–135.
5. Ершов М., Татузов В., Лупандина О. Укрепление рубля как фактор восстановления экономического роста и противодействия инфляции // Российский экономический журнал. 2016. № 1. С. 16–31.
6. Картаев Ф.С. Таргетирование инфляции и экономический рост // Вестник Московского университета. Сер. 6. Экономика. 2015. № 3. С. 26–40.
7. Киюцевская А. Плавающий курс российского рубля: миф или реальность? // Вопросы экономики. 2014. № 2. С. 50–67.
8. Кошкаров А. Рублевый разбор: от чего и как сильно зависит курс российской валюты // РБК. URL: www.rbc.ru/finances/21/03/2016/56e6a2579a7947a452c7781c?from=rbc_choice.
9. Криворучко С.В., Свирина Е.М. Структурные элементы режима таргетирования инфляции // Банковское дело. 2015. № 4. С. 15–20.
10. Кувшинова О. Россияне переходят на модель выживания // Ведомости. 2016. 10 февр. URL: www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/02/10/628309-rossiyane-vizhivaniya.
11. Кузнецов А. СМИ узнали о согласии Путина платить за рост резервов стабильностью рубля // РБК. URL: www.rbc.ru/economics/01/03/2016/56d5a7759a7947040f4046de?from=main.
12. Кузнецов И. Внешняя торговля России в 2015 г. снизилась на треть // Экономика и жизнь. 2016. № 05(9621). URL: www.eg-online.ru/article/304044/.
13. Курс доллара в России завышен втрое? // Банковское дело. 2016. № 4. С. 14.
14. Обижаева А. Кризис рубля в декабре 2014 г. // Вопросы экономики. 2016. № 5. С. 66–86.

References

1. Afanas'eva O.N. O targetirovanii inflyatsii i regulirovanii kursa rublya [On inflation targeting and regulating ruble exchange rate]. *Bankovskoe delo – Banking Industry*, 2014, no. 4, pp. 10–14.
2. Belyakov A., Turuev I. Kurs rublya: v poiskakh optimuma [The ruble exchange rate: in search of the optimum]. *Obshchestvo i ekonomika – Society and Economy*, 2015, no. 6, pp. 38–48.
3. Butrin D., Skorobogat'ko D. Razvedannye zapasy prochnosti [Explored margins of safety]. *Kommersant*, 2016, February, 8. Available at: www.kommersant.ru/doc/2911191.
4. Glaz'ev S. O targetirovanii inflyatsii [On inflation targeting]. *Voprosy ekonomiki – Issues of Economics*, 2015, no. 9, pp. 124–135.
5. Yershov M., Tatuzov V., Lupandina O. Ukreplenie rublya kak faktor vosstanovleniya ekonomicheskogo rosta i protivodeystviya inflyatsii [Ruble strengthening as a factor of economic recovery and resistance to inflation]. *Rossiyskiy ekonomicheskiy zhurnal – Russian Journal of Economics*, 2016, no. 1, pp. 16–31.
6. Kartaev F.S. Targetirovanie inflyatsii i ekonomicheskiy rost [Inflation targeting and economic growth]. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Ser. 6. Ekonomika – Moscow University Economic Bulletin*, 2015, no. 3, pp. 26–40.
7. Kiyutsevskaya A. Plavayushchiy kurs rossiyskogo rublya: mif ili real'nost'? [Floating exchange rate of the Russian ruble: myth or reality?]. *Voprosy ekonomiki – Issues of Economics*, 2014, no. 2, pp. 50–67.
8. Koshkarov A. Rublevyy razbor: ot chego i kak sil'no zavisit kurs rossiyskoy valyuty [Ruble in detail: what and how badly the Russian currency depends on]. *RBK – RBC*. Available at: www.rbc.ru/finances/21/03/2016/56e6a2579a7947a452c7781c?from=rbc_choice.
9. Krivoruchko S.V., Svirina Ye.M. Strukturnye elementy rezhima targetirovaniya inflyatsii [Structural elements of the inflation targeting regime]. *Bankovskoe delo – Banking Industry*, 2015, no. 4, pp. 15–20.
10. Kuvshinova O. Rossiyane perekhodyat na model' vyzhivaniya [The Russian are moving to the survival model]. *Vedomosti*, 2016, February, 10. Available at: www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/02/10/628309-rossiyane-vizhivaniya.
11. Kuznetsov A. CMI uznali o soglasii Putina platit' za rost rezervov stabil'nost'yu rublya [Mass media have learned about Putin's agreement to pay for the increase in reserves with ruble stability]. *RBK – RBC*. Available at: www.rbc.ru/economics/01/03/2016/56d5a7759a7947040f4046de?from=main.
12. Kuznetsov I. Vneshnyaya torgovlya Rossii v 2015 g. snizilas' na tret' [In 2015, Russia's foreign trade fell by a third]. *Ekonomika i zhizn' – Economy and Life*, 2016, no. 05(9621). Available at: www.eg-online.ru/article/304044/.
13. Kurs dollara v Rossii zavyshen vtroe? [Is dollar exchange rate in Russia overvalued threefold?]. *Bankovskoe delo – Banking Industry*, 2016, no. 4, p. 14.
14. Obizhaeva A. Krizis rublya v dekabre 2014 g. [The Russian ruble crisis of December 2014]. *Voprosy ekonomiki – Issues of Economics*, 2016, no. 5, pp. 66–86.