

Зикунова И. В.
I. V. Zikunova

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ КУРСА РУБЛЯ: ОЖИДАНИЯ 2017 ГОДА

FUNDAMENTAL FACTORS OF DOLLAR-RUBLE EXCHANGE RATE: EXPECTATIONS IN 2017

Зикунова Ирина Валериевна – доктор экономических наук, доцент, проректор по научной работе, ФГБОУ ВО «Хабаровский государственный университет экономики и права» (Россия, г. Хабаровск); Хабаровск, 680042, ул. Тихоокеанская, 134, 8-4212-786-54-46. E-mail: zikunova@mail.ru.

Ms. Irina V. Zikunova – Doctor of Economics, Associate Professor, Vice-Rector for Research, Khabarovsk State University of Economics and Law (Russia, Khabarovsk); Khabarovsk, 680042, Tikhookeanskaya str., 134 8-4212 786-54-46. E-mail: zikunova@mail.ru.

Аннотация. В статье рассмотрена динамика курса рубля по отношению к доллару за период 2014-2016 годов, состав факторов, определяющих ее по оценкам экспертов. Выделены фундаментальные факторы курса рубля, на основе актуальной аналитической и прогнозной информации даны оценки развития этих факторов в 2017 году. Охарактеризована ожидаемая динамика ВВП, влияние на нее конъюнктуры нефтяного рынка, ожиданий относительно инвестиционной активности. Приведены данные по основным результатам экономической динамики Китая, финансовые риски роста задолженности КНР и их возможного влияния на мировой экономический рост и потребление нефти. Рассмотрены тенденции связи курса рубля и инфляции, политика таргетирования инфляции Банка России. Представлены оценки валютной структуры международных расчетов по статистическим данным банка России. Сделано заключение о регулирующей и информационной роли курса рубля.

Summary. The article deals with the dynamics of the dollar-ruble exchange rates in the period of 2014-2016 and the factors that determine them according to the experts. The author obtained fundamentals of the ruble exchange rate that are estimated on the basis of relevant analytical and forecast information for 2017. The expected GDP dynamics, oil market influence, expectations regarding the investment activity are described. Dynamics of China's economic and financial risks of debt growth and their potential impact on global economic growth and oil consumption, the tendencies in the ruble rate and inflation, inflation targeting policy of the Bank of Russia are explored. Currency structure of international settlements is represented according to Bank of Russia statistics. It is concluded that the ruble exchange rate has regulatory and informational role in the economy.

Ключевые слова: курс доллара к рублю, фундаментальные факторы курса доллара в 2017 г.

Key words: dollar-ruble exchange rate, fundamental factors of the dollar-ruble exchange rate in 2017.

УДК 339.7

Начало нового года, как правило, бывает отмечено подведением итогов предыдущего и разработкой прогнозов развития экономики на следующий год. Одним из важных допущений прогнозирования, равно как и индикаторов оценки прошлогодних результатов, выступает курс национальной валюты. Рыночный курс рубля по отношению к ведущим валютам, прежде всего по отношению к доллару США, евро и юаню – это то, что волнует аналитиков финансовых и инвестиционных компаний, специалистов министерств и ведомств, Банка России.

Начиная с 2013 года, курс рубля показывал неоднозначную динамику, основной тенденцией которой была тенденция к снижению. На конец декабря 2013 года официальный курс составил 32,72 р., приемом поддержания стабильного курса рубля, используемым в тот период, были валютные интервенции Центробанка. Эта политика давалась тяжело: если на конец 2013 года продажи валюты Центробанком составляли 200 млн долл. США, то к концу следующего 2014 года они выросли практически в 10 раз. По мнению Коммерсантъ: «поводом для вывода денег с рынка России

и других развивающихся стран стало то, что в мае 2013-го американская ФРС дала понять: она готова начать свертывание программы по покупке облигаций на \$80 млрд ежемесячно» [14]. Развивался классический сценарий ослабления национальной валюты: получив первые сигналы об ослаблении рубля, спекулянты усилили игру на понижение. В подобных обстоятельствах Центробанку не оставалось ничего иного, как перейти к валютной политике «свободного плавания» как испытанному средству преодоления кризиса платежного баланса. Этот сценарий реализовался несмотря на высокий уровень цен на нефть, а ведь именно этот фактор долгое время оставался гарантом стабильности курса рубля. В сентябре 2014 года курс составил 37,3 р. за доллар, уже через неделю курс снизился на 5 %, тогда как нефть в этом временном интервале снизилась только на 1,5 %. Отношение к валютам развивающихся стран в тот период определялось верой в жесткую политику ФРС и перспективность вложений в доллар. К концу 2014 года курс составил 56,23 р. за доллар.

2015-й год стартовал с постоянного снижения курса национальной валюты: к 15 января курс достиг отметки 66,09 р. за доллар, некоторое укрепление курса продолжилось до августа 2015 года, после чего американская валюта резко подорожала, к декабрю курс с 49,12 р. в мае дорос до рекордных 70,83 р. В качестве основных факторов подобной динамики аналитики называли падение цен на нефть и сырьевые товары, замедление экономического роста в Китае, ожидания повышения процентной ставки американской ФРС. Поведение курса национальной валюты в 2016 году власти также объясняют низкими мировыми сырьевыми ценами, укреплением доллара на мировом финансовом рынке. 2016-й год оказался совсем непростым: он начался снижением мировых цен на нефть, к 12 января цена нефти снизилась на 17 %. Цена на нефть сорта Brent на 18 января составила 27,67 доллара за баррель. Российский рубль ответил на это грандиозным падением курса: котировки доллара достигали 84 р. Постепенно происходила коррекция, и уже в апреле рост цен на нефть признали резким: в целом за месяц – на 20 %, а к 21 декабря нефть по сравнению с серединой января подорожала в два раза. Курс рубля в ответ укрепился на 25 % и достиг 61 р. за доллар [14].

Итак, основными факторами курса рубля в период 2013-2016 годов аналитики назвали спад цен на нефть, спекулятивные факторы, замедление роста крупнейшей экономики Китая и иных развивающихся стран, экономическая успешность которых определяется сырьевым экспортом.

Прежде всего следует понимать, что курс национальной валюты по отношению к валюте иностранной – это не что иное, как разновидность рыночной цены одного финансового актива, выраженная в денежных единицах другого финансового актива. Рубль как денежная единица и законное платежное средство России с точки зрения своих «товарных» характеристик интересен покупателям в целях опосредования сделок купли-продажи прежде всего во внутреннем обороте, в российской экономике. Его связка в акте купли-продажи с долларом обусловлена спросом/предложением по доллару. Понятно, что «цена» рубля/доллара, или иными словами, валютный курс, котировка, будет зависеть от целого ряда взаимосвязанных факторов. Причем, надо различать фундаментальные и краткосрочные факторы.

Фундаментальные факторы – обслуживаемый оборот, движение капиталов, обусловленное ожиданием доходности, потребность в валюте для международных расчетов. Факторы краткосрочные, спекулятивные и поведенческие по своей сути предопределяют валютные котировки в результате влияния политики и заявлений политиков, чисто конъюнктурной игры. При этом долгосрочные фундаментальные факторы – это выразители доверия и уважения к экономике, к экономической системе в самом большом смысле. Спрос на национальную валюту и рост ее курса в данном случае обусловлены позитивными сигналами об устойчивости и хорошем качестве роста, о дальновидности политики центрального банка, о благоразумном освоении инвестиций, сигналами об эффективности институтов власти и ответственности политических элит.

При всей декларативности и качественной сути перечисленных оснований они имеют важнейшее значение и интегрируются в результате множественных процессов и доступности рыночной информации об этих процессах. Эпизодические и мало обоснованные суждения и заявления

представителей власти способны дать только временные краткосрочные искажения реальной фундаментальной экономической картины.

Обратимся к фундаментальным факторам курса национальной валюты. Прежде всего к ним относятся объемы и темпы роста оборота в экономике, в том числе на уровне ожиданий экономических агентов. Этот фактор мы привыкли оценивать на основе размеров и динамики ВВП. Международный валютный фонд (МВФ) ожидает роста ВВП России в 2017 году на 1,1 %, а в 2018-м – на 1,2. Минэкономразвития в базовом сценарии полагает, что ВВП России в 2017 году возрастет на 0,6 %, в 2018 году – на 1,7 %, в 2019 году – на 2,1 %. 13 января глава совета Центра стратегических разработок, бывший министр финансов Алексей Кудрин заявил, что в случае проведения структурных реформ рост экономики России в 2019 году превысит 3 %, а к 2022-му ускорится до уровня выше 4 % [7].

Факторной основой оборота в экономике являются спрос и предложение, в том числе на внешнем и внутреннем рынке. Что касается предложения, то его объемы формируются в результате освоения инвестиций, развития отраслей, работающих на внутренний рынок, предложения экспортоориентированных производств.

Структура внутреннего спроса, иными словами товарный спрос и спрос на услуги – это отражение потребительских предпочтений, потребностей в реализации государственных проектов и программ, приоритетов, исходом которых является соотношение конечного и промежуточного спроса, спроса, удовлетворяемого через импорт.

Значительное влияние нефтяных доходов на уровень экономического развития и роста в России – это тема, которая поднималась неоднократно с различной валентностью, но чаще с изрядной долей пессимизма. Понятно, что благоприятная нефтяная конъюнктура – это до определенного момента наращивание добычи, значительные объемы экспортной выручки и рост золотовалютных резервов. И вместе с тем это риски существенной зависимости от внешней конъюнктуры, шаткой под натиском политических и спекулятивных факторов. Кроме того, значительные уровни цен на нефть открывают доступ на рынок «сланцевой» нефти, и тогда под влиянием законов спроса и предложения цены в результате механизма рыночного саморегулирования устремляются вниз. Таковы краткосрочные эффекты блага обладания нефтяным богатством.

Вместе с тем не следует забывать о долгосрочных антиэффектах «голландской болезни» – замедлении развития передовых отраслей и снижении эффективности внутреннего производства в условиях чрезмерного благоприятствования нефтяного фактора. В начале января министр финансов России Антон Силуанов заявил, что экономика России излечилась от «голландской болезни». Доля нефтегазовых доходов в бюджете за последние годы снизилась. В 2014 году они составляли 9,6 % ВВП, а в 2016 году – 5,8 %, как сказал А. Силуанов. В 2019 году, по его словам, планируется сокращение этого показателя еще на 0,4 % [10].

I. ВВП России и доходы бюджета существенно зависят от нефти, уровня и стабильности цен на нее и, в свою очередь, оказывают большое влияние на курс рубля. Объем добычи нефти и газоконденсата в России в 2016 году составил 547,499 миллиона тонн, это на 2,5 процента выше уровня прошлого года. По данным «Интерфакс» и оперативной сводки Центрального диспетчерского управления топливно-энергетического комплекса (ЦДУ ТЭК), среднесуточная добыча нефти в декабре 2016 года составляла 11,208 миллиона баррелей [5].

II. Существенным событием стало то, что государства-члены ОПЕК 30 ноября впервые с 2008 года договорились о сокращении добычи нефти на 1,2 миллиона баррелей в сутки – до 32,5 миллиона, картель также договорился с государствами вне ОПЕК (в том числе с Россией) о снижении производства. Именно это обстоятельство способно привести рынок в некоторую стабильность объемов и цен, позволяющих формировать сбалансированные бюджеты.

При всем при этом российское предложение на нефтяном рынке останется изрядным источником роста доходов и ВВП, и употребление этого предложения, разумеется, зависит от темпов роста мировой экономики и ее ведущих драйверов. На этот счет есть оптимистические оценки. Так, главный экономический советник Allianz Мохамед Эль-Эриан (Mohamed El-Erian) заявил, что

рост мировой экономики в 2017 году может оказаться лучше прогнозов, но остается много факторов неопределенности, самым значительным из которых является резкое укрепление доллара. Укрепление доллара эксперт связывает с тем обстоятельством, что корпоративный сектор в отличие от правительств развивающихся стран продолжает занимать в долларах [12].

III. Тогда становятся понятными прогнозы по девальвации рубля. Так, в «Макроэкономическом прогнозе по ситуации в России и мире в 2017 году» Национального рейтингового агентства (НРА) указано, что рубль ждет 10-процентная девальвация. Этот прогноз названное агентство основывает на прогнозе цены на нефть на уровне 50-60 долларов за баррель, прогнозе роста ВВП на один процент, инвестиций – на 2,1 процента, промпроизводства – на 1,2 процента, при этом ожидается, что реальные доходы населения увеличатся на 2,5 процента, а инфляция составит шесть процентов. Такой пессимизм агентства опирается на негативные ожидания относительно отмены санкций [11].

IV. Что касается роста экономики Китая, то в 2016 году он составил 6,7 процента, так было указано в заявлении председателя КНР Си Цзиньпина, уровень роста оказался ниже целевого показателя, но остается одним из самых высоких среди крупнейших экономик мира. Прогноз роста экономики Китая на 2017 год объявлен на уровне 6,5 процента. Тенденция снижения темпов роста Китая сохраняется. Так, в 2015 году рост ВВП Китая был самым низким за последние 25 лет, и составил 6,9 процента. Причины этого понятны: исчерпание ведущих факторов роста (дешевая рабочая сила) и структурная перестройка одной из крупнейших экономик мира, эффекты которой проявятся не так скоро.

V. Помимо прочего с Китаем связаны риски роста задолженности. The Financial Times со ссылкой на данные Банка международных расчетов (Bank for International Settlements, BIS) сообщила, что разрыв между соотношением общего долга Китая к ВВП и его историческим трендом достиг 30,1 процента. При этом BIS считает, что 10-процентный уровень – это ранний индикатор финансового кризиса. По данным BIS, общий долг Китая, включая обязательства государства, компаний и домохозяйств, в марте 2016 года достиг 27,2 триллиона долларов, что составляет 225 процентов ВВП, для сравнения показатель для еврозоны составляет 271 процент, Великобритании – 266 процентов, Японии – 394 процента, а средний уровень для развитых экономик мира – 279 процентов. Причем сам по себе уровень не так высок, более всего в случае с Китаем беспокоит темп его роста [2].

VI. Еще один тревожный симптом – сокращение золотовалютных резервов Китая, по данным на сентябрь 2016 года они сократились на 19 миллиардов долларов и составили 3,17 триллиона долларов, по-прежнему оставаясь крупнейшими в мире, тем не менее они достигли самого низкого уровня за последние пять лет [3].

Еще один фактор оказывает на курс национальной валюты фундаментальное влияние. Речь идет об инфляции. Известно, что высокие уровни инфляции в национальной экономической системе соотносятся с сигналами от ее слабости, о низком уровне оборота и конкуренции, высокая инфляция демотивирует инвесторов, снижает уровень реального конечного спроса в экономике. В этом смысле у Банка России по итогам 2016 года есть хорошие результаты. Позволим себе процитировать сайт банка России: «Устойчивость национальной валюты означает не фиксированный курс по отношению к другим валютам, а сохранение покупательной способности денег за счет стабильно низкой инфляции. В условиях низкой инфляции объем товаров и услуг, которые можно приобрести на одну и ту же сумму в рублях, существенно не изменяется в течение долгого времени. Это поддерживает уверенность населения и бизнеса в национальной валюте и формирует благоприятные условия для роста российской экономики. Плавающий курс является важной составляющей режима таргетирования инфляции, при котором главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности. Банк России перешел к режиму плавающего валютного курса в ноябре 2014 года. Введению плавающего курса предшествовал многолетний период постепенного повышения гибкости курсообразования, в течение которого Банк России последовательно сокращал свое присутствие на внутреннем валютном рынке. Переход к режиму плавающего курса проходил постепенно, чтобы смягчить процесс адаптации участников рынка к колебани-

ям валютного курса в условиях более гибкого курсообразования» [8]. Здесь по сути нечего добавить, действительно, прозрачная монетарная политика Банка России, именуемая в теории мировых финансов как «политика таргетирования инфляции», пока оправдывает себя. Политика «свободного плавания» в отношении валюты приводит к торможению инфляции и автоматическому выравниванию платежного баланса. В чем причинная основа замедления инфляции, иными словами, как Банку России этого удалось достичь? Ответ содержится в [6]: это «умеренный рост цен под влиянием слабого спроса, а также временных факторов, таких как динамика курса рубля и высокие объемы предложения продовольствия». Как видим, регулятор не отрицает влияния рецессии, прежде всего, в уровне спроса.

Существенный факт, который необходимо учесть в прогнозах роста ВВП – это сложности с инвестированием, прежде всего из государственного источника финансирования. По заявлениям Т. Голиковой, «масштабы неосвоения государственных инвестиций ставят вопрос об их эффективности и целесообразности, государство в тех или иных формах дотирует порядка 35 различных институтов развития, тратя в среднем ежегодно 350-400 млрд р. При этом анализ показывает, что используются только около 70 % этих денег, а остальной объем «остаётся не востребуемыми или тратится не на то, на что предназначался» [4].

Разумеется, такие уровни и эффективность инвестирования негативно скажутся на долгосрочных тенденциях курса рубля.

Представляет интерес востребованность валюты в международных расчетах, ведь это также объективный и фундаментальный фактор валютного курса. На сайте Банка России статистика оборота в валютах расчетов показывает стабильную тенденцию снижения доллара США в составе валют, используемых в международных расчетах. В сравнении с 2013 годом в валютных поступлениях по международным расчетам доля доллара в 2013 году составляла 79,6 %, в 2016 году – 68,6 %. Снижение доли валюты США произошло за счет прироста рублевых расчетов на 2,3 процента и прироста расчетов в евро на 5,8 % за тот же период. При этом снижение доли доллара наблюдается в расчетах со странами дальнего зарубежья (на 10,7 %), в расчетах со странами БРИКС (на 11,4 %), с Китаем (на 11,3 %) [13]. Пожалуй, на основе этих данных мы можем утверждать о снижении спроса на доллар в качестве валюты расчетов.

VII. Большая часть аналитиков сходятся в том, что курс рубля установится в диапазоне 60-65 рублей за доллар при цене на нефть 50-55 долларов за баррель, уровню роста ВВП около 2 процентов в год при сохранении низких темпов инфляции, примерно около 5 процентов [9; 14].

VIII. Но при этом оценки аналитиков в январе лишены оптимизма: России не нужен быстро укрепляющийся рубль, ведь набор монетарных инструментов для сдерживания валютного курса, как правило, упирается в снижение ключевой ставки. Как отмечают аналитики, возможности РФ по предотвращению роста рубля ограничены, поскольку Банк России отдал это на откуп рыночному саморегулированию. Однако, укрепление рубля неизбежно ведет к снижению доходов экспортеров и падению международной конкурентоспособности экономики России [1].

IX. Из информационных сигналов о состоянии фундаментальных факторов, определяющих курс рубля, мы можем заключить следующее. Курс несмотря на весь драматизм интереса к нему остается информационным сигналом и способом сбалансирования риска и доходности трансакций на внешнем и внутреннем рынке. Первичной остается задача экономического развития и внутренней самодостаточности экономической системы России, а курс является производной от способа ее решения.

ЛИТЕРАТУРА

1. Bloomberg: рекордный рост рубля ставит ЦБ перед сложным выбором [Электронный ресурс] // <http://expert.ru/2017/01/16/rubl/> (Дата обращения 16.01.2017)
2. Financial Time предупредила о приближающемся финансовом кризисе в Китае [Электронный ресурс] // <https://m.lenta.ru/news/2016/09/19/chinacrisis/> (Дата обращения 16.01.2017)



3. Валютные резервы Китая в октябре сократились до минимума 2011 года [Электронный ресурс] // <https://lenta.ru/news/2016/11/07/chinacb> (Дата обращения 16.01.2017)
4. Голикова: государственные инвестиции в 2016 году были реализованы беспрецедентно плохо [Электронный ресурс] // https://www.znak.com/2017-01-13/golikova_gosudarstvennye_investicii_v_2016_godu_byli_realizovany_besprecedentno_ploho (Дата обращения 16.01.2017)
5. Добыча нефти в России за 2016 год обновила рекорд [Электронный ресурс] // <https://rg.ru/2017/01/02/dobycha-nefti-v-rossii-za-2016-god-obnovila-rekord.html> (Дата обращения 16.01.2017)
6. Информационно-аналитический комментарий «Динамика потребительских цен». № 12. декабрь 2016 [Электронный ресурс] // http://cbr.ru/DKP/inf_com/INF_2016-12.pdf (Дата обращения 16.01.2017)
7. Кудрин спрогнозировал резкий рост ВВП при проведении реформ [Электронный ресурс] // <https://lenta.ru/news/2017/01/13/kudringdp/> (Дата обращения 16.01.2017)
8. Политика валютного курса Банка России [Электронный ресурс] // http://cbr.ru/DKP/?PrfId=e-r_policy (Дата обращения 16.01.2017)
9. Попытка роста. Что будет с рублем, инфляцией и ценой нефти в 2017 году [Электронный ресурс] // <http://kommersant.ru/doc/3192721> от 14.01.2017 (Дата обращения 16.01.2017)
10. Российская экономика излечилась от голландской болезни, заявил Силуанов [Электронный ресурс] // <https://gia.ru/economy/20170113/1485635717.html> (Дата обращения 16.01.2017)
11. Рублю предсказали 10-процентную девальвацию в 2017 году [Электронный ресурс] // <https://m.lenta.ru/news/2016/12/12/nraforecast2017> (Дата обращения 16.01.2017)
12. Укрепление доллара назвали самым большим экономическим риском 2017 года [Электронный ресурс] // <https://lenta.ru/news/2017/01/16/globecon/> (Дата обращения 16.01.2017)
13. Финансовые рынки. Валютный рынок [Электронный ресурс] // <https://www.cbr.ru/statistics/?PrfId=finr> (Дата обращения 16.01.2017)
14. Что будет с экономикой России в 2017 году? Прямая речь [Электронный ресурс] // <http://kommersant.ru/doc/3190827> (Дата обращения 16.01.2017)