

# Оценка влияния внутренних и внешних макроэкономических факторов на устойчивость рубля

Статья посвящена анализу влияния макроэкономических факторов на устойчивость российской национальной валюты.

**М. А. АЖМУРАТОВА,**  
кандидат экономических наук, доцент  
департамента  
общественных финансов  
Финансового  
университета при  
Правительстве РФ



**Ю. С. ПИПИЯ,**  
студент факультета  
государственного  
управления и  
финансового контроля  
Финансового  
университета при  
Правительстве РФ



**С**итуация на международных рынках в настоящее время оценивается экспертами Международного валютного фонда (МВФ) как крайне нестабильная. Из-за постоянных колебаний цен на нефть, а также вследствие стремительного падения ее стоимости наблюдается тенденция снижения стоимости рубля. Политика формирования резервов Министерством финансов и общий рост долларовых процентных ставок только ускоряют данный процесс.

Если ориентироваться на прогнозы МВФ, то к концу 2019 г. курс доллара должен был достигнуть 73,5 руб. (рост на 13% с начала года), а курс евро – 80 руб. (рост 8%), однако реальный курс составил для доллара – 61,91 руб., для евро – 69,34 руб., что в среднем на 15% ниже, чем ожидалось аналитиками. В 2019 г. большинство финансовых аналитиков считали, что рубль теряет зависимость от котировок на нефть [7]. В апреле 2019 г. цена нефти достигла максимума за последние 4 года и составила более 75,5 долл./барр., при этом была отмечена максимальная зависимость рубля от доллара начиная с 2016 г. Показатель корреляции дневных доходностей рубля и нефти вырос до критического уровня и составил 0,84 по итогам IV квартала 2019 г., что, возможно, было долгосрочным эффектом от влияния санкций против компании «Русал» и угрозы запрета иностранцам покупать российские государственные облигации.

Начало 2019 г. было ознаменовано колоссальным ростом цены нефти на рынке биржевых товаров – более чем на 20%. Однако рубль укреплялся медленнее (5,5%), что подтверждается показателем корреляции дневных доходностей рубля и нефти, который впервые в течение последнего календарного года превысил значение в 0,5 [9].

В ноябре 2018 г. Минфин утверждал, что курс рубля больше не зависит от цен на нефть. Однако подобное заявление трудно назвать достоверным: безусловно, в определенные периоды влияние нефти на рубль ослабевает благодаря политике Центро-

## Сокращение добычи нефти странами ОПЕК в первой половине 2019 г. (в тыс. баррелей в сутки)

Страны	Изначальная добыча	Ожидаемое сокращение	Целевой ориентир добычи	Добыча на январь 2019 года
Саудовская Аравия	10 633	-322	10 311	10 213
Ирак	4653	-141	4512	4669
ОАЭ	3168	-96	3072	3078
Кувейт	2809	-85	2724	271
Нигерия	1738	-53	1685	1792
Ангола	1528	-47	1481	1416
Алжир	1057	-32	1025	1041
Эквадор	524	-16	508	515
Конго	325	-10	315	310
Габон	187	-6	181	193
Экват. Гвинея	127	-4	123	117
Всего ОПЕК	26 749	-812	25 937	26 054

**Источник:** составлено авторами на основе данных Reuters.

банка и Министерства финансов, но за долгосрочный период динамикой цен на рынке нефти было обусловлено почти 67% изменений курса рубля [9].

Мероприятия по ограничению объемов добычи нефти странами ОПЕК и Россией несколько лет назад доказали свою эффективность в отношении стабилизации рынка нефти и позволили стоимости барреля нефти Brent вырасти с 26 долл. в 2016 г. до 76 долл. к концу 2018 г. Однако во второй половине 2019 г. страны постепенно отошли от соглашения, что послужило главной причиной высокой волатильности цен на нефть.

В декабре 2018 г. было достигнуто новое соглашение, по условиям которого 11 из 14 стран ОПЕК обязывались сократить объем добычи нефти на 812 млн баррелей в сутки, а страны, не входящие в ОПЕК, – на 383 млн баррелей в сутки (табл. 1) [5, с. 454].

Инициатором сделки стала Саудовская Аравия. СМИ сообщали о целевых ориентирах коро-

левства по установлению цены на уровне 80 долл./барр., что позволило бы сверстать собственный бюджет без дефицита. В январе 2020 г. именно Саудовская Аравия сократила объем добычи сильнее других, игнорируя обещания, данные в рамках соглашения.

Риск для выполнения соглашения присутствует со стороны России, где в отличие от стран – участниц ОПЕК отрасль нефтедобычи и нефтепереработки не является полностью национализированной. Следует отметить, что крупные компании, такие как, например, Газпромнефть и Роснефть, поддерживают увеличение добычи нефти, не скрывая своих планов (табл. 2).

Сокращение объемов добычи нефти странами ОПЕК вызывает ее рост в Северной Америке. В 2019 г. был зафиксирован рост добычи нефти в США на 31% (до 11,2 млн баррелей в сутки), что фактически сделало страну одним из мировых лидеров нефтедобычи [8].

Аналитические прогнозы сходятся в том, что при таких ценах на нефть увеличение добычи в США продолжится. Мировое энергетическое агентство в начале 2019 г. опубликовало отчет, согласно которому в течение следующих 6 лет прогнозируется рост добычи нефти Соединенными Штатами Америки, в результате он превысит уже существующие 11,2 млн баррелей в сутки, что станет причиной роста общемирового объема добычи почти на 60%. При цене 80 долл./барр. рост предложения может превысить 6 млн баррелей. Эластичный характер предложения на рынке нефти со стороны американских производителей ставит эффективность политики ОПЕК под сомнение. Она способна поддерживать текущий уровень цен, но для обеспечения долгосрочного роста нет очевидных предпосылок [10].

За последние 20 лет замечено увеличение объемов потребления нефти в среднем на 1,4% в год. Новый спрос на нефтяном рынке

**Abstract.** The article is devoted to the analysis of the influence of macroeconomic factors on the stability of the Russian national currency.

**Keywords.** Ruble, oil, correlation, dollar, government bonds, currency.

**Ключевые слова.** Рубль, нефть, корреляция, доллар, облигации государственных займов, валюта.

Таблица 2

**Сокращение добычи нефти странами, не входящими в ОПЕК в первой половине 2019 года (в тыс. баррелей в сутки)**

Страны	Изначальная добыча	Ожидаемое сокращение	Целевой ориентир добычи	Добыча в январе 2019 г.
Россия	11 747	-230	11 517	11 705
Казахстан	2028	-40	1988	2082
Мексика	1993	-40	1953	194
Оман	1003	-25	978	978
Азербайджан	797	-20	777	794
Малайзия	698	-15	683	685
Бахрейн	217	-5	212	212
Южный Судан	124	-3	121	121
Бруней	115	-3	112	113
Судан	74	-2	72	72
Всего на не-ОПЕК	18 796	-383	18 413	18 702

**Источник:** составлено авторами на основе данных Reuters.

создается благодаря потреблению в развивающихся странах, главным образом в Индии и Китае. Однако общий уровень потребления нефти развитыми странами имеет тенденцию к снижению с размерностью шага в 0,6% за последние 10 лет [4, с. 17].

Согласно данным годовых отчетов крупнейших нефтяных компаний, есть веские основания полагать, что темпы роста потребления топливных продуктов на рынках развивающихся стран будут и в дальнейшем замедляться. Данные об объемах потребления на текущий момент только подтверждают это предположение.

В течение последних 10 лет (с 2010-го по 2019 г.) среднегодовые темпы роста объемов потребления нефти в Китае снизились с 6,9

до 5,1%. В то же время, например, в Индии и африканских странах существенных изменений объемов потребления не произошло. Как следует из годового отчета British Petroleum, ожидается среднегодовой рост потребления нефти в 0,3%, при этом в развитых странах он сократится на 1%, а в развивающихся увеличится на 1,3%. Эти показатели ниже уровня, который держался последние 20 лет (табл. 3).

В условиях замедления темпов роста потребления нефти в Китае и без соответствующего их ускорения в странах Африки и Индии рост предложения нефти со стороны США позволит избежать дефицита на топливном рынке вне зависимости от политики, проводимой собранием ОПЕК.

Политика организации, по существу, слабо влияет на цену нефти в долгосрочном периоде. Аналитики мировых агентств ожидали во II квартале 2020 г. падение цен на нефть до 45–46 долл./барр. (на 31%) и цены в 45 долл./барр. в течение 2-3 лет. Однако реальная экономическая ситуация на фоне вспыхнувшей пандемии нового вируса COVID-19 привела к значительно более стремительному снижению цены нефти, до 22–23 долл./барр. (на 66%). Волатильность цены на нефть будет негативным фактором, от которого зависит курс рубля [6, с. 233]. В условиях нестабильной экономической обстановки, вызванной главным образом внешнеэкономическими санкциями, вероятно усиление спада в российской экономике.

Таблица 3

**Среднегодовые темпы роста потребления нефти, %**

	1977–1987	1987–1997	1997–2007	2007–2017	2017–2040 (прогноз)
Развитые страны	-0,60	1,80	0,50	-0,60	-1,02
Развивающиеся страны	2,60	1,60	3,30	3,20	1,34
Китай	2,30	6,90	6,90	5,10	0,75
Индия	6,00	6,50	4,90	4,80	3,21
Африка	4,20	2,60	2,80	2,90	2,70
Южная Азия	1,30	5,90	2,60	2,90	1,08
Всего	0,40	1,70	1,60	1,20	0,39

**Источник:** составлено авторами на основе данных Reuters.

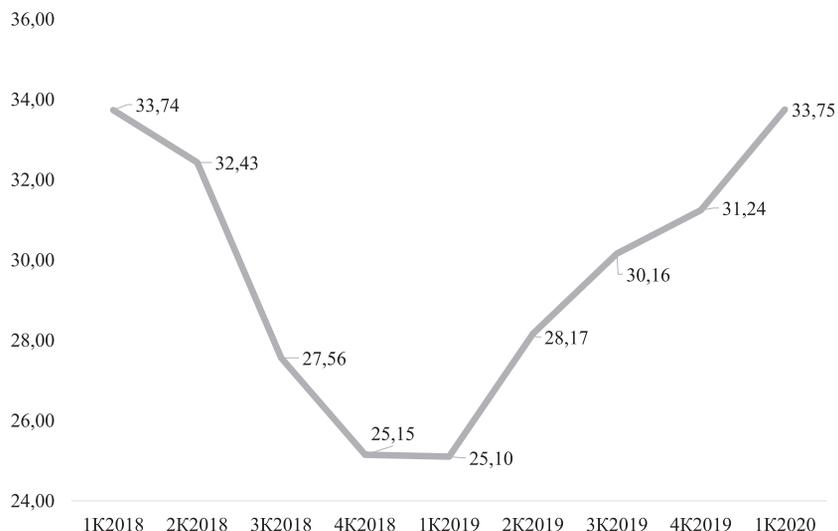
Существенное влияние на установление крепкой позиции рубля оказывает политика формирования валютных резервов. По бюджетному правилу сверхдоходы, полученные от продажи нефти дороже 40 долл./барр., направляются в Фонд национального благосостояния (ФНБ).

В 2018 г. по инициативе ЦБ РФ происходила неоднократная приостановка закупки иностранной валюты для Министерства финансов в связи с падением курса рубля, но с 15 января 2019 г. по решению Центробанка данные операции были возобновлены. Потери незакупленного объема валюты планируется возместить до конца 2021 г. [9].

Аналитики утверждают, что в связи с наличием плановых интервенций и компенсации ранее неосуществленных операций следует ожидать, что в течение 2020 г. Банк России приобретет иностранную валюту на сумму 40–45 млрд долл. Это, однако, понизит курс рубля на 11–14% (по прогнозам аналитиков) по сравнению с ситуацией невмешательства в рынок [8].

В прошедшем 2019 г. наряду с экономическими причинами сильное влияние на курс рубля оказала политическая обстановка. Главным фактором стало возникновение угрозы запрета иностранным инвесторам покупать ценные бумаги российского государственного долга в конце 2018 г. Несмотря на то что угроза была лишь потенциальной, многие инвесторы-нерезиденты поспешили избавиться от облигаций федерального займа (ОФЗ). Их доля в этих ценных бумагах сократилась с пикового значения в 33,74% до 25,15 к концу 2018 г. (рис. 1). Следует также отметить интересную тенденцию в структуре платежного баланса: наблюдалось сокращение обязательств российских банков и компаний перед иностранными партнерами на 31 млрд долл., при этом российские инвесторы наращивали инвестиции в иностранные активы, что привело в рекордному за последние 4 года

Рис. 1. Доля нерезидентов в российских ОФЗ, в %



Источник: составлено авторами на основе Bloomberg.

оттоку капитала, что спровоцировало ослабление позиций рубля.

В начале 2019 г. и позднее страх введения новых санкций постепенно отступал, и нерезиденты стали возвращать себе российские ОФЗ. Влияние политического аспекта на устойчивость рубля с трудом поддается прогнозированию. Однако со ссылкой на публикации журнала Times можно предположить, что что в 2020 г. отток капитала не превысит 40–50 млрд долл., что меньше показателя 2019 г. (77 млрд долл.). Тем не менее отток капитала, безусловно, внесет вклад в ослабление позиций рубля [1, с. 508].

Сокращение программы количественного смягчения с 2014 г. и увеличение процентных ставок ФРС США стало причиной укрепления доллара не только относительно рубля, но и в отношении ко всем мировым валютам.

В настоящее время курс доллара зависит не только от изменения процентной ставки ФРС, но и от ожиданий инвесторов, касающихся будущей политической обстановки. В декабре 2018 г. аналитики прогнозировали повышение ставки от ФРС к 2019 г. в три раза, однако индекс доллара достиг при этом своего максимума за последние 2 года. За этим последовало заявление главы ФРС Дж. Пауэ-

ла, что регулирование роста процентной ставки может стать причиной сокращения баланса. Это в дальнейшем стало хорошим сигналом о необходимости смягчения денежной политики [3, с. 93]. Аналитики агентства Reuters ожидают неоднократного повышения ставки до конца 2020 г. В целом за I квартал 2020 г. 18 валютам из 37 в развитых и развивающихся странах удалось прибавить собственной стоимости относительно доллара.

Реакцию ФРС на падение фондовых рынков в начале 2019 г. можно назвать слишком «эмоциональной». С позиции макроэкономики инфляция, рынок труда и динамика ВВП демонстрировали устойчивый положительный рост.

По этой причине во второй половине 2019 г. регулятор ФРС вновь вернулся к жесткой риторике относительно денежной политики, отказавшись от использования непродуманных, зачастую «холодных» мер. Есть также основания ожидать от ФРС в течение следующих 12 месяцев неоднократного повышения ставки, что приведет к увеличению индекса доллара.

Судя по приведенным в исследовании данным, можно предположить, что цена нефти марки Brent к концу 2020 г. будет находиться на уровне 20–25 долл./барр.

Оценка влияния факторов на устойчивость рубля

Фактор	Классификация факторов влияния на рубль и их суть	
Ситуация на рынке нефти	В краткосрочном периоде – <b>позитивное:</b> эффект от сделки с ОПЕК	В долгосрочном периоде – <b>негативное:</b> приведет к замедлению темпов роста спроса на нефть и увеличению доли США на нефтяном рынке
Мероприятия, проводимые Минфином и Банком России	<b>Негативное –</b> связано с формированием валютных резервов	
Политическая обстановка	В краткосрочном периоде – <b>позитивное:</b> снижение вероятности санкций по ОФЗ	В долгосрочном периоде – <b>негативное:</b> воздействие политического фактора не поддается прогнозированию
Политика ФРС США	<b>Негативное –</b> ожидание роста процентной ставки и укрепления индекса доллара	

Источник: составлено авторами.

Банк России и Министерство финансов РФ продолжат политику наращивания валютных резервов, что будет способствовать росту предложения рубля и существенно снизит его курсовое значение. Политическая обстановка вокруг России также позволяет говорить о присутствии риска оттока капитала, что может негативно сказаться на устойчивости рубля. При существующих условиях на основе прогнозов следует ожидать курса доллара на уровне 90,4 рубля (рост 16%) к концу 2020 г. [4, с. 17–19].

**ВЫВОДЫ**

На курс рубля будут оказывать влияние различные факторы

(табл. 4). Это влияние будет как негативным, так и позитивным.

Поддержанию устойчивого валютного курса рубля, по нашему мнению, могли бы способствовать следующие мероприятия.

Во-первых, необходимо принимать меры к сдерживанию роста добычи нефти внутри России, поскольку это позволит поддерживать стабильный уровень спроса на нее на мировом рынке и не даст рублю ослабевать больше, чем того бы требовало условие сбалансированности бюджета.

Во-вторых, следует с большим вниманием отнестись к влиянию денежно-кредитной политики Банка России на объем и

скорость обращения денежной массы: снижение размера учетной ставки увеличивает денежную массу внутри страны вследствие действия эффекта мультипликации и создает предпосылки для реконвертации валюты в условиях нестабильных курсов валют для последующих спекулятивных операций.

В-третьих, необходимо признать, что проводимая совместно с ЦБ РФ политика Министерства финансов РФ, по наращиванию золотовалютных резервов является весьма эффективной, ее последовательное продолжение окажет положительное влияние на позиции рубля.

**Список литературы**

1. Бичева Е. Е., Панова Н. В., Никулина Ю. А. Изменения валютного курса российского рубля и политика валютного курса Банка России // Аллея науки. 2018. № 5 (21).
2. Ершов М. В., Танасова А. С., Тутузов В. Ю., Шандра И. Г. О номинальном курсе рубля: допустимо ли его дальнейшее обесценение? // Управление развитием крупномасштабных систем (MLSD'2018) : материалы одиннадцатой международной конференции / В 2 томах. Под общ. ред. С. Н. Васильева, А. Д. Цвиркуна. – М. : Институт проблем управления им. В. А. Трапезникова РАН. 2018.
3. Калинин В. Н., Аджиева А. Ю. Анализ влияния котировок нефти на курс рубля // Материалы XXXVI Международной научно-практической конференции «Исследования различных направлений современной науки» (Москва, 23 апреля 2018 г.). – Астрахань : Научный центр «Олимп». 2018.
4. Никита О. Е. Курс рубля: формирование, динамика и перспективы // Научно-аналитический экономический журнал. 2018. № 7 (30).
5. Николаева Н. А., Орешникова Е. А. Состояние экономики РФ, курс рубля и цена на нефть. Оценка степени зависимости, причины и пути преодоления // Аллея науки. – 2018. № 5 (21).
6. Кузнецова О. С., Ульянова С. Р. Валютный курс и вербальные интервенции Банка России и органов государственной власти // Экономический журнал ВШЭ. 2018. № 2.
7. URL: <https://www.bloomberg.com/markets/currencies>.
8. URL: <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/market-data/economic-data>.
9. URL: <https://www.rbc.ru/finances/29/03/2019/5c9e35319a7947c6e1275d1f>.
10. URL: <https://www.reuters.com/finance/currencies>.