

Ирина Сухарева, эксперт ЦМАКП

Олег Солнцев, руководитель направления анализа денежно-кредитной политики и банковской системы ЦМАКП

Опубликовано в "[Expert Online](http://ExpertOnline.ru)" 23.09.2011

## О факторах, определяющих динамику обменного курса рубля

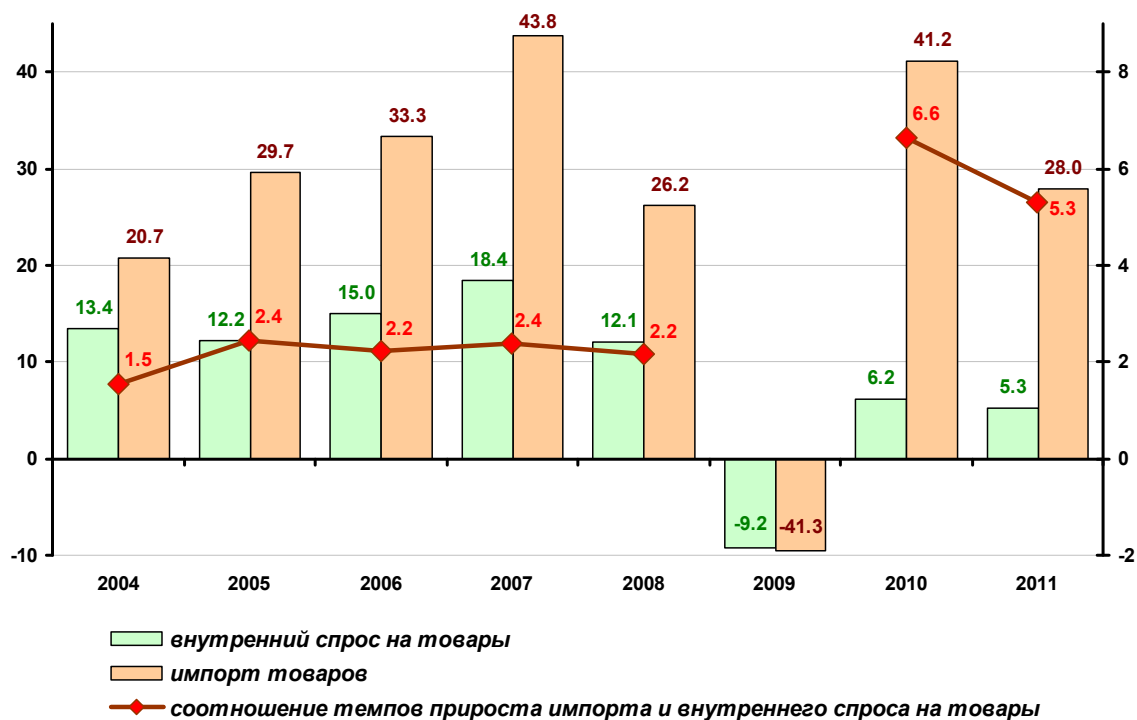
Динамика обменного курса рубля по отношению к бивалютной корзине определяется тремя группами факторов:

- 1) фундаментальные пропорции платежного баланса;
- 2) сезонные колебания платежного баланса;
- 3) конъюнктурные колебания мировых рынков сырья и капитала.

**Фундаментальные пропорции платежного баланса.** Ключевым фактором в этой группе является величина сальдо по текущим операциям российского платежного баланса. Сокращение этого сальдо при прочих равных условиях способствует понижательному давлению на рубль. При этом достижение нулевого или отрицательного значения сальдо по текущим операциям, как показывает опыт 1998 г. и 2008 г., способно стать своего рода триггером: оно ведет к резкому нарастанию девальвационных ожиданий и, соответственно, понижательному давлению на курс.



В среднесрочной перспективе ожидается сжатие сальдо по текущим операциям, что создает основу для понижательного давления на рубль. Причина сжатия сальдо – интенсивный рост импорта, эластичность которого по внутреннему конечному спросу очень высока.



**Сезонные колебания платежного баланса.** При прочих равных условиях в первом полугодии каждого года наблюдается повышательное давление на рубль, а во втором – понижительное.

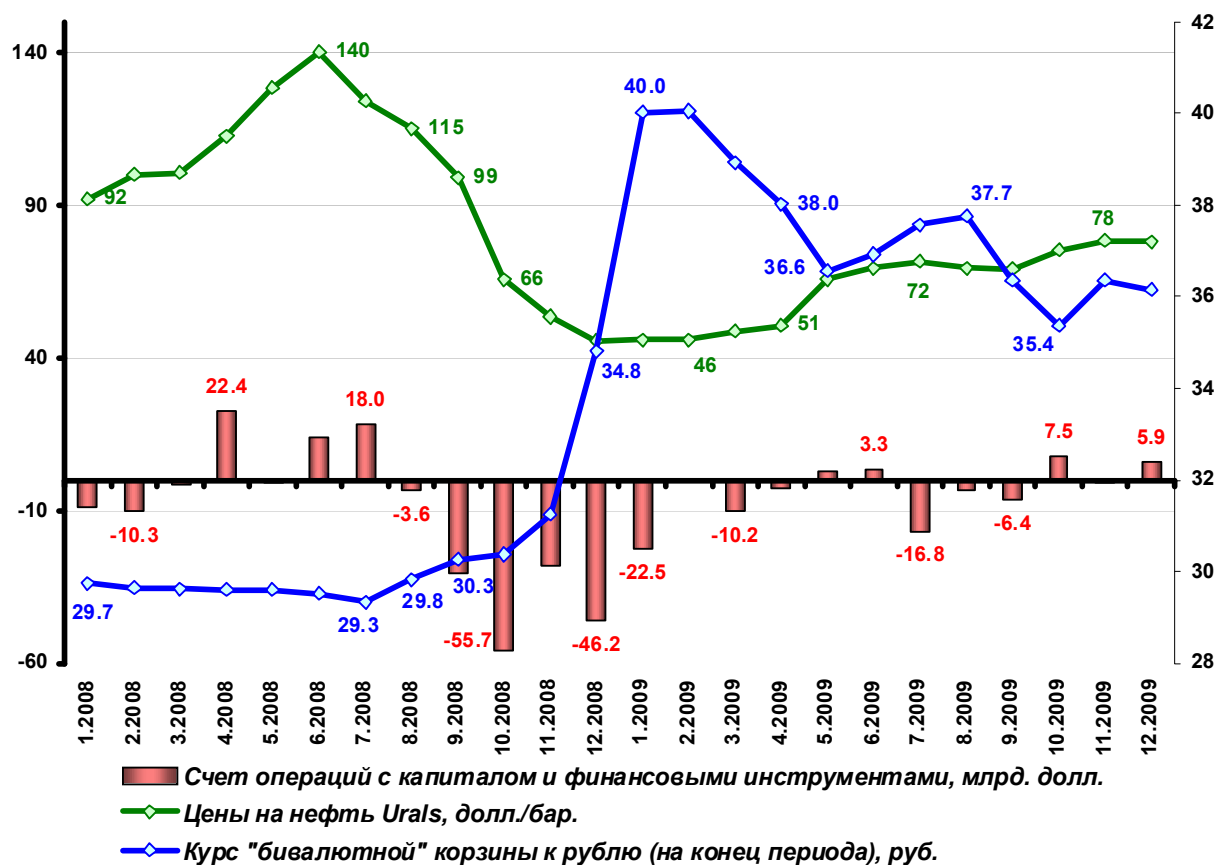
Это объясняется следующими причинами:

- *сезонные колебания объема импорта.* В первом квартале, как правило, наблюдается годовой минимум показателя, со второго по четвертый квартал – последовательный рост до годового максимума.
- *сезонные колебания трансграничных потоков капитала в частный сектор.* В конце первого и в течение второго квартала при прочих равных условиях наблюдается сезонный дефицит капитала на внутреннем рынке и, как следствие, чистый приток, в третьем квартале – сезонный избыток капитала и чистый отток. Подобная динамика капитала определяется колебаниями сбережений или инвестиций в экономике.

**Конъюнктурные колебания мировых рынков сырья и капитала.** Динамика мировых цен на нефть является наиболее сильным конъюнктурным фактором: шоки на внешних рынках капитала, если они не сопряжены с изменением цены на нефть, не оказывают столь сильного воздействия на обменный курс рубля.

Дело в том, что динамика цен на сырьевых рынках является одним из важнейших драйверов девальвационных ожиданий – падение цен на нефть ведет не только к снижению притока валюты по каналам внешней торговли, но и к увеличению оттока капитала. В результате – дестабилизирующий эффект оказывается существенно усиленным.

Так, например, отток капитала, начавшийся в августе-сентябре 2008 г., не оказал существенного влияния на динамику обменного курса рубля к бивалютной корзине (снижение на 3.0% за два месяца). Однако, когда мировой кризис вызвал глубокое падение цен на нефть, интенсивность девальвации резко усилилась (снижение курса рубля к бивалютной корзине на 12.8% за ноябрь-декабрь 2008 г.)



Вплоть до второй половины 2009 г. влияние фундаментальных, сезонных и конъюнктурных факторов на обменный курс рубля во многом «амортизировалось» изменением официальных валютных резервов России. Это способствовало смягчению колебаний курса. По мере перехода к более плавающему обменному курсу рубля смягчающее действие операций Банка России с валютными резервами становилось все менее заметным. Как следствие, скачки курса (как вверх, так и вниз) с каждым годом становятся всё более резкими. Так, в 2010 г. за третий квартал стоимость бивалютной корзины к рублю выросла на 3%, с начала третьего квартала 2011 г. и по текущий момент эта стоимость увеличилась уже на 10%.

\* \* \*

В третьем квартале 2011 г. совпало действие всех трех групп факторов понижательного давления на обменный курс рубля. Во-первых, сохраняется среднесрочный тренд роста импорта. Во-вторых, отмечается сезонное ослабление сальдо по текущим операциям. В-третьих, имеют место внешние шоки на рынках капитала, связанные с выводом международными инвесторами средств с развивающихся рынков под влиянием напряженной ситуации в периферийных странах ЕС. Масла в огонь подлило решение ФРС о начале программы Twist – замещения коротких государственных ценных бумаг в портфеле ФРС длинными. Это решение означает крах надежд на новый раунд «количественного смягчения» (QE-3) и повышает риски роста краткосрочных процентных ставок (при снижении долгосрочных). И то и другое негативно с т.з. поддержания текущего высокого уровня мировых цен на нефть, что негативно для рубля.

Само ослабление обменного курса рубля в третьем квартале т.г. была абсолютно предсказуемым, что в частности, находило отражение в обзорах и комментариях экспертов ЦМАКП в предшествующий период года. Предсказуемость динамики курса связана с важной ролью сезонного и фундаментального факторов.

Однако в последние дни всё большее значение приобретает конъюнктурный внешний фактор. Этот фактор и должен стать сейчас предметом пристального внимания всех участников рынка.

Однако в случае, если воздействие разочаровывающих новостей от ФРС на рынок нефтяных контрактов не будет слишком сильным, а кризис на рынках европейских стран не перейдет в новую фазу (под новой фазой здесь понимается возникновение реальной угрозы дефолта не только для суверенных облигаций Греции, но и для других стран PIIGS; масштабный эффект заражения банковских систем-кредиторов банков стран PIIGS и др.), то наиболее вероятным представляется следующее дальнейшее развитие событий.

В четвертом квартале текущего года можно ожидать стабилизации обменного курса рубля, а в первом – перехода к его укреплению (под воздействием сезонного улучшения сальдо по текущим операциям). Укрепление рубля может продолжиться вплоть до середины 2012 г.

Во втором полугодии 2012 г. высоко вероятным является новое ослабление рубля. Причем в базовом сценарии (сохранение цен на нефть на уровне, близком к 100 долл./барр.) это ослабление должно оказаться существенно более масштабным, чем за аналогичный период 2011 г. Причина в том, что к третьему кварталу 2012 г. сальдо по текущим операциям уже вплотную может приблизиться к нулевому уровню.