

А.В. Киевич

*д.э.н., профессор кафедры финансов
ОУ ПолесГУ (г. Пинск)*

Ослабление рубля: кому это выгодно?

Российская экономика сегодня проходит сложнейшее испытание на выносливость. Государство предпринимает шаги по нормализации ситуации в стране, которые подвергаются жесткой критике со стороны ряда экспертов. Куда сейчас движется наша экономика..? Впадёт ли она в стадию мощнейшего кризиса, или же выдержит все испытания и вернётся обновлённой и сильной..? Одно можно сказать определённо - трудности, которые нам предстоит преодолеть, только начинаются и дальнейшее обострение внешнеполитического кризиса угрожает развитию российской экономики. Некоторые аналитики даже утверждают, что РФ находится в жёсткой зависимости от внешних факторов и любое дальнейшее изменение баланса грозит нанести чувствительный удар по экономике, которая и без конфликта на Украине уже испытывала серьезные структурные проблемы.

В 2015 году российская экономика может упасть на 4,8% - это допускает новый стрессовый сценарий от ЦБ РФ.¹ Первые признаки кризиса уже проявились в промышленности: в ноябре промпроизводство, бывшее до сих пор одним из немногих локомотивов роста ВВП РФ, резко сократилось вопреки ожиданиям экспертов.

Снижение промпроизводства в ноябре в годовом выражении было зафиксировано впервые с января 2014 года. Согласно данным Росстата,² показатель скорректировался на 0,4% без исключения сезонного и календарного факторов. Экономисты не ожидали такого поворота событий: согласно консенсус-прогнозу Интерфакса, рост промпроизводства ожидался на 1,5%.

В ноябре 2014 года было на два рабочих дня меньше, чем в ноябре 2013 года. «Также на промпроизводство влияет эффект базы», - утверждает Николай Кондрашов из Центра

¹Доступно на: [http://top.rbc.ru/economics/15/12/2014/548ee0242ae59614a4c3e9e4#xtor=AL-\[internal_traffic\]-\[rbc.ru\]-\[main_body\]-\[item_2\]](http://top.rbc.ru/economics/15/12/2014/548ee0242ae59614a4c3e9e4#xtor=AL-[internal_traffic]-[rbc.ru]-[main_body]-[item_2])

²Там же

развития ВШЭ.³ Но если учесть сезонный и календарный фактор, то промпроизводство упало еще сильнее - на 1,2% к ноябрю предыдущего года. Это первое падение с августа и максимальное в 2014 году.

Сильнее всего пострадало производство автомобилей, в то время как производство продуктов выросло из-за введенных антисанкций. Значительно выросло производство сыров и сырных продуктов – на 26%, мяса и субпродуктов – на 16,7%, мяса птицы и субпродуктов из нее – на 11,3%. По мнению аналитиков ЦМАКП, также росли деревообработка, металлургия и генерация тепла.

Аналитики считают, что падение промышленности связано с сокращением платёжеспособного спроса и с желанием потребителей купить импортные товары перед дальнейшим повышением цен. В ноябре ускорилось падение платёжеспособного спроса, предприятия не рискнули отклоняться от динамики спроса и скорректировали динамику выпуска.

В декабре ждать чего-либо позитивного в динамике спроса не стоит. У потребителей предкризисные панические настроения, покупатели пошли тратить рубли, причём в основном на импортную продукцию. Например, в ноябре был позитивный всплеск продаж импортных автомобилей. Плюс все плановые закупки предприятия постарались сделать сейчас, а не в будущем году.

Хотя Минэкономразвития в начале декабря повысило прогноз по промпроизводству на 2014 год до 2% с 1,7%, но данные ноября делают этот прогноз маловероятным. Консенсус Интерфакса от конца ноября предполагает рост промпроизводства на 2014 год на 1,5%. В 2015 году экономисты ожидают рост промышленности на уровне 0,4%, Минэкономразвития – на уровне 1,1%.

Далее проанализируем фондовый рынок РФ, как барометр экономики в целом. Российские фондовые индексы показывали снижение ещё в конце прошлого года на фоне ослабления рубля(См. ниже) и замедления экономического роста. Стабильные цены на нефть в середине года не смогли поддержать котировки. Дальнейшему падению фондового

³Доступно на: [http://top.rbc.ru/economics/15/12/2014/548ee0242ae59614a4c3e9e4#xtor=AL-\[internal_traffic\]--\[rbc.ru\]-\[main_body\]-\[item_2\]](http://top.rbc.ru/economics/15/12/2014/548ee0242ae59614a4c3e9e4#xtor=AL-[internal_traffic]--[rbc.ru]-[main_body]-[item_2])

рынка РФ (См. ниже) способствовало обострению политической ситуации:

Валюты

- ▼ Нал. USD, 11:5861,415466,6890
- ▼ Нал. EUR, 11:5875,634883,0788
- ▲ USD ЦБ РФ, 16/1258,34611,4542
- ▲ EUR ЦБ РФ, 16/1272,66422,1353
- ▲ EUR/USD, 11:141,24590,0024

Индекс РТС (RTSI)

Данные на: **15.12.14 16:42**

Last	Chg	Chg%	Open	High	Low
748.12	-51.06	-6.39%	792.20	802.03	747.33



Данные предоставлены ОАО Московская Биржа

Отметим, что нынешнее ослабление рубля позволяет смягчить негативный эффект уменьшения нефтяных доходов бюджета, связанного со снижением цен на нефть. За счёт этого у правительства РФ появляется возможность заметно снизить необходимый размер использования средств суверенных фондов для покрытия бюджетного дефицита. Это позволяет сохранять рублевые доходы бюджета и выполнять социальные

обязательства перед населением. Значит ли это, что государство осознанно пошло на ослабление рубля..?

Рубль начал стремительно падать с начала осени, потеряв более 40% своей стоимости по отношению к основным мировым валютам. Глубина ослабления рубля (См. ниже) превзошла не только самые пессимистичные прогнозы аналитиков, но и вышла за пределы, которые рассматривались ранее в различных рискованных сценариях. **1 декабря 2014 года рубль с начала торгов к середине дня потерял почти 6% своей стоимости, что стало самым большим внутридневным движением курса с 1998 года.** Конечно, подобное беспрецедентное поведение курса валюты не могло не привести и к появлению разного рода конспирологических объяснений происшедшего.



Данные: ЦБ, ФСФР

Можно выделить широкий круг причин движения рубля в этом году: от фундаментальных экономических до специфических микрорыночных, но мы сфокусируемся на двух самых важных. Тем более что именно эти две причины и проявились в наибольшей степени в конце этого года.

Первая причина – это, конечно, динамика нефтяных цен. Доля экспорта в российском ВВП составляет порядка 28%, при

этом 70% российского экспорта приходится на углеводороды. Цены на нефть резко упали именно в последние несколько месяцев, достигнув уровней около \$60 за баррель после \$115 в середине 2014 года. При этом, на наш взгляд, на данный момент рынок допускает их снижение и до менее \$60 за баррель, и вероятность таких цен и закладывается в данный момент в котировки российской национальной валюты (См. график 1).



График 1. (из торгово-информационного терминала iTrader 8)

Если считать, что цены на нефть ещё не достигли своего дна, то дальнейшее снижение мы можем увидеть именно в ближайшие месяцы.

Чем было вызвано подобное падение нефтяных котировок? Прежде всего - это результат шока предложения на нефтяном рынке, связанного в первую очередь с постоянным ростом добычи нефти из сланцевых месторождений в США (на \$1 млн. баррелей в сутки ежегодно на протяжении последних трёх лет) и с восстановлением добычи нефти в Ливии, Иране и Северном море. Очевидно, что эти факторы никоим образом от России не зависели.

Вторая причина тоже понятна – это западные санкции, закрывшие доступ российским компаниям и банкам на международные рынки капитала. Санкции лишили их возможности продлевать полученные ранее кредиты, вынуждая гасить их по мере наступления сроков. При этом на декабрь 2014 года приходится очередной пик погашения внешнего долга, составляющий, по нашим оценкам, порядка \$35

млрд.⁴ Это очень значительная сумма. Для сравнения, за весь следующий год России предстоит погасить около \$130 млрд., если санкции не будут сняты.⁵ Но даже в случае санкций эта сумма, вероятно, не будет существенно меньше. Санкции могут быть сняты в лучшем случае в третьем квартале следующего года, и рынкам может потребоваться некоторое время на адаптацию к подобным условиям.

Таким образом, в этом году внешнеэкономические условия для России кардинально изменились, и самый тяжёлый период с точки зрения обоих факторов пришёлся на конец этого года. Курс национальной валюты в изменившемся для России мире не мог оставаться на прежнем уровне. Ведь внешние условия изменились не кратковременно, не на 3-6 месяцев, а на сроки, возможно, заметно больше одного года.

Какими могли бы быть действия денежных властей в подобной ситуации? У ЦБ всегда есть выбор – удерживать курс национальной валюты или дать ему скорректироваться.

На наш взгляд, при столь значительном изменении внешних условий первая стратегия была бы в полной мере обречена на провал. Текущий счёт при сохранении курса на прежнем уровне стал бы существенно меньше, а долги все равно пришлось бы отдавать. В результате на фоне таких же по объёму выплат внешнего долга поступления в страну валютной выручки в результате экспортно-импортных операций заметно снизилось бы.

Да, какое-то время курс мог бы не меняться, и инфляция в конце этого года была бы заметно ниже 9,5%. Но в конечном итоге подобная стратегия привела бы в лучшем случае к потере национальной конкурентоспособности, стагнации обрабатывающих производств и росту безработицы. Это заметно хуже снижения реальной покупательной способности заработных плат из-за относительно краткосрочного роста инфляции.

Худший сценарий в этом случае - истощение международных резервов страны, потеря её кредитоспособности. И, кстати, гораздо большая девальвация национальной валюты по сравнению с той, что мы наблюдаем сейчас.

Поэтому особой возможности выбора стратегии у денежных властей, на наш взгляд, не было. Конечно, можно

⁴ Доступно на: [http://top.rbc.ru/economics/19/12/2014/5493f7549a79478473d91559#xtor=AL-\[internal_traffic\]--\[rbc.ru\]-\[main_body\]-\[item_2\]](http://top.rbc.ru/economics/19/12/2014/5493f7549a79478473d91559#xtor=AL-[internal_traffic]--[rbc.ru]-[main_body]-[item_2])

⁵ Доступно на: [http://top.rbc.ru/economics/19/12/2014/5493f7549a79478473d91559#xtor=AL-\[internal_traffic\]--\[rbc.ru\]-\[main_body\]-\[item_2\]](http://top.rbc.ru/economics/19/12/2014/5493f7549a79478473d91559#xtor=AL-[internal_traffic]--[rbc.ru]-[main_body]-[item_2])

обсуждать различные тактические моменты курсовой политики - конкретный момент перехода к плавающему курсу, условия проведения аукционов РЕПО по предоставлению валютной ликвидности, правила проведения валютных интервенций при плавающем курсе. Но это абсолютно не меняет картины в целом.

Допустим, просто для примера, что в условном месяце, близком к концу года, курс рубля ослаб на 5 руб. сильнее, чем того требовалось исходя из фундаментальных макроэкономических предпосылок. Это принесло бы бюджету 75 млрд. руб. дополнительных доходов за месяц. Но эти «выгоды» в полной мере перекрываются потенциальными издержками из-за возможного снижения нефтяных доходов, поскольку такие резкие колебания рубля отрицательно сказываются на настроениях рынка, на экономическом росте и росте инфляции к концу года. В нашем примере курс, более слабый на эти условные 5 рублей (то есть примерно на 10%), может увеличить инфляцию на конец года на 1%. А это означает дополнительные 300 млрд. руб. бюджетных расходов из-за индексации пенсий и социальных выплат на последующие три года.

Поэтому можно с уверенностью утверждать, что предположения о намеренном желании российских властей занизить курс рубля для получения сиюминутных выгод совершенно безосновательны.

Но черный понедельник, случившийся 15 декабря 2014 г. на российском валютном и фондовом рынках, не прошёл бесследно. Возникшая паника подтолкнула Центробанк РФ к решительным действиям - вечером 15 декабря 2014 г. он принял решение повысить с 16 декабря ключевую ставку с 10,5% до 17% годовых.

"Данное решение обусловлено необходимостью ограничить существенно возросшие в последнее время девальвационные и инфляционные риски", - говорится в сообщении, размещенном на сайте Банка России.⁶

Также Центробанк решил увеличить максимальный объём предоставления средств на аукционах РЕПО в иностранной валюте на срок 28 дней с \$1,5 млрд. до \$5 миллиардов. Аналогичные операции на срок 12 месяцев будут проводится на еженедельной основе.

⁶Доступно на: <http://www.gazeta.ru/business/2014/12/17/6350225.shtml>

Подняв ставку, Центробанк резко увеличил стоимость российских денег, что, по его замыслу, должно охладить пыл всех, кто желает перевести их в иностранную валюту. Таковую реакцию ЦБ можно назвать шоковой, так как к столь резкому повышению ставки Центробанки прибегают отнюдь не часто. По всей видимости, понедельничный обвал рубля и российских акций переполнил чашу терпения властей страны, и от ЦБ потребовали положить всему этому конец.

Теоретически, кризисную ситуацию можно было попробовать разрешить и иным способом - обязав экспортёров продавать валютную выручку полностью или хотя бы частично. Однако эта идея, о которой накануне робко заикнулись в Госдуме, была отменена на корню. По всей видимости, к этому приложили руку ведущие нефтегазовые экспортеры. Для них обязательная продажа валютной выручки ухудшает условия расчётов по иностранным кредитам и вообще лишает массы приятных моментов, связанных с владением крупными валютными суммами в условиях девальвации рубля.

По этой причине повышение процентной ставки оказалось, скорее всего, единственным доступным инструментом в руках Центробанка РФ.

Каковы возможные последствия его применения? Из безусловно позитивных -возможное кратковременное усиление рубля. Вопрос состоит лишь в том, сколь значительным и продолжительным оно окажется.

Остальные последствия столь резкого и значительного повышения ставки исключительно негативны. В своем послании Федеральному собранию президент говорил о необходимости предоставления максимума условий для развития среднего и мелкого бизнеса. Это вполне логично, так как в условиях жестких санкций и дешевой нефти только бизнес может являться источником экономического роста.

Решение о повышении ставки с 10,5% до 17% перечеркивает все благие начинания президента относительно бизнеса. При такой цене денег ни о каком его развитии не может быть и речи. Кредит станет для предпринимателей практически недоступным, в результате чего экономика довольно быстро окажется в ситуации середины 1990-х.

Ещё одним ударом по отечественной экономике станет снижение внутреннего потребления, долгое время

обеспечивавшегося посредством потребительского кредитования. При объявленной Центробанком ставке массовое кредитование населения становится невозможным.

Косвенным последствием действий ЦБ может стать и обвал рынка недвижимости. Повышение ставки фактически закрывает рынок ипотеки. И это при том, что в последние годы значительная часть недвижимости продавалась именно при помощи ипотечных кредитов. Последствия - масса непроданных квартир, замораживание строек, падение стоимости квадратного метра, сокращения персонала в строительном комплексе. Всё то же касается и автомобильного кредитования.

Таким образом, сегодняшняя антикризисная мера ЦБ - **резкое повышение ставки рефинансирования - говорит о том, что вялотекущий валютный кризис, начавшийся у нас с конца августа, перешёл в фазу обострения.** У такого обострения были объективные и субъективные причины.

Объективные причины - это ожидание снижения валютной выручки (т.е. предложения валюты на рынке), связанное с падением цен на нефть и санкциями против наших банков и корпораций, которые должны были выплатить в 2014 г. по иностранным кредитам еще \$33 млрд. до конца года.⁷ Они вынуждены искать валюту на внутреннем рынке, так как не могут перекредитоваться за границей. Это, естественно, стимулирует дополнительный спрос на валюту. Экспортеры в условиях слабеющего рубля также начали придерживать валюту. Всё это играет против рубля.

Еще необходимо учесть, что на первых этапах кризиса, минувшей осенью, ЦБ и экономический блок правительства были заинтересованы в снижении курса рубля (отмечали выше), потому что это позволяло им сбалансировать бюджет (выполнить бюджетные обязательства) при курсе 55 руб. за доллар и цене на нефть не ниже \$60 за баррель.

К субъективным причинам следует отнести невнятную политику ЦБ, так как его руководство надеялось, что при плавающем курсе рубля всё само успокоится и ожидания изменятся в пользу стабилизации курса национальной валюты. Как оказалось, одних увещаний последних недель оказалось недостаточно. Даже после продажи ЦБ на рынке

⁷ Доступно на: <http://www.gazeta.ru/business/2014/12/17/6350225.shtml>

миллиардов долларов курс рубля продолжил падение, что говорит о потере доверия к объявленным ранее мерам ЦБ.

Так или иначе, ЦБ с ситуацией не справился. Антикризисные меры ЦБ РФ запоздали. Необходимо было ещё в ноябре «ломать тренд», повышая учётную ставку, и вводить административные инструменты, ограничивающие доступ к валюте.

Что дальше..? Итак, ставка для коммерческих банков составляет сейчас 17% + 1,75%. Таким образом, конечные получатели банковских кредитов смогут получать кредиты только под 20% и более. Это грозит заморозкой всей экономической деятельности. Такая ставка не может сохраняться долго - максимум 2-3 недели. То есть мы оказались в ситуации, при которой в рамках монетарной модели, которой придерживаются ЦБ и экономический блок правительства, решения не просматривается.

Но всё же, ради справедливости нужно сказать, что ЦБ начал бороться с наступающим банковским кризисом.

Центральный банк РФ разработал ряд антикризисных мер по поддержке финансового сектора. Регулятор разрешил банкам не проводить отрицательную переоценку портфелей ценных бумаг и валютных активов, предоставил кредиты в валюте и снимает ограничения по максимальным процентным ставкам депозитов.

Для поддержания устойчивости российского финансового сектора Банк России вводит временный мораторий на признание отрицательной переоценки по портфелям ценных бумаг», – говорится в сообщении пресс-службы ЦБ.⁸ Регулятор также отменяет необходимость проводить отрицательную переоценку активов и обязательств, номинированных в валюте. Банки получают право использовать при расчете нормативов курс валюты, рассчитанный за предыдущий квартал.

Это экстренные меры, принятые, чтобы банки не столкнулись с кризисом ликвидности и необходимостью срочной докапитализации. Стоимость портфелей ценных бумаг банков резко сократилась из-за падения фондового рынка и девальвации. Если бы не решение ЦБ, сильно сократился бы объем ликвидности, который банки могли бы получить в ходе

⁸Доступно на: [http://top.rbc.ru/finances/17/12/2014/5491ba139a79474f89c7be75#xtor=AL-\[internal_traffic\]--\[rbc.ru\]-\[main_body\]-\[item_2\]](http://top.rbc.ru/finances/17/12/2014/5491ba139a79474f89c7be75#xtor=AL-[internal_traffic]--[rbc.ru]-[main_body]-[item_2])

операций РЕПО. Кроме того, у многих банков портфели ценных бумаг входят в состав капитала, и возникала угроза нарушения нормативов.

Для обеспечения банков валютной ликвидностью ЦБ начнет предоставление банкам кредитов в иностранной валюте. Кроме того, регулятор планирует в случае необходимости проводить дополнительные аукционы РЕПО на разные сроки.

Параллельно ЦБ до 1 июля 2015 г. снимает с банков ограничение полной стоимости потребительских кредитов и увеличивает диапазон рыночного отклонения процентных ставок по вкладам населения от средней ставки, рассчитываемой по десяти крупнейшим банкам, с 2 п.п. до 3,5 п.п. Сейчас средневзвешенная ставка, рассчитываемая Банком России, составляет 10,58%, за последний месяц она выросла на 0,7 п.п., с начала года – на 2,2 п.п. (Решение по увеличению диапазона отклонения – самая сильная мера из тех, которые предложил ЦБ).

Напомним, что этот валютный кризис у нас ведь не первый. По сути, мы сегодня расплачиваемся за старые ошибки, когда в 1992 году начали реформы с введения конвертируемости национальной валюты в условиях неконкурентной экономики, связали денежную эмиссию с поступлением валюты в страну, а не с развитием собственного производства, т.е. производимой в стране товарной массой.

С тех пор главными макроэкономическими показателями для правительства остаются курс рубля, цена на нефть и валютная выручка. Темпы развития национальной экономики рассматриваются как производные от этих индикаторов, а не как главный приоритет всей экономической политики. А ведь хорошо известно, что в тех странах, где были осуществлены реальные модернизационные прорывы и получены впечатляющие экономические результаты (Япония, Южная Корея, Китай), валютная либерализация проводилась на основе структурной перестройки и повышения конкурентоспособности экономики, т.е. на завершающей стадии структурных преобразований.

У нас всё наоборот. В результате нет ни модернизации, ни конкурентоспособности. Экономическая политика правительства сводится к гаданиям цены на нефть и оправданиям невозможности обеспечить приемлемые темпы развития экономики.

Ситуация в очередной раз показала, что в условиях сложившейся экономической политики нормальное динамичное развитие национальной экономики невозможно в принципе, сколько бы ещё правильных призывов к инновациям и модернизациям ни провозглашалось правительством. Мы оказались в точке бифуркации: либо происходит разворот на реальное развитие экономики и, скорее всего, смена экономического блока правительства, либо эта команда, как давно предсказывают многие политологи, завалит не только «путинский режим», но и страну, к большой радости наших «спарринг-партнеров» на мировой арене.

Итоговая оценка оригинальности текста = 91,79%,
Доступно на: <http://antiplagiat.finec.ru/ReportPage.aspx?docId=119046&colId=6741&repNumb=17943268>