

Готова ли российская экономика к плавающему курсу рубля?

20 февраля 2014 г.

Зав. отделом международных рынков капитала
ИМЭМО РАН, Председатель Совета
директоров ИК «Еврофинансы»
д.э.н., проф. Я.М.Миркин

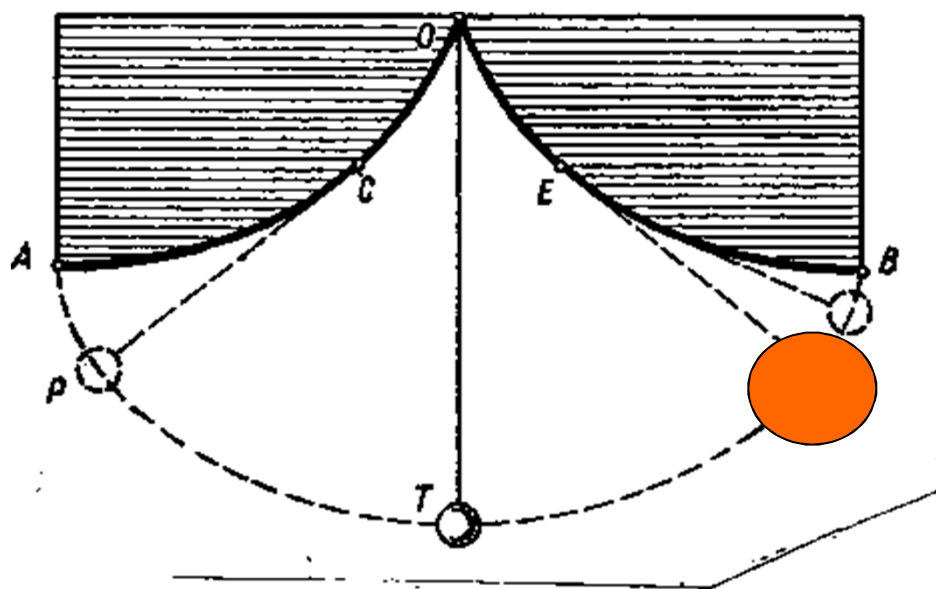
**В чем преимущества и
недостатки слабого /
сильного / волатильного
рубля?**

**Вопрос не совсем корректен.
Почему?**

Вопрос имеет смысл, если курс рубля такой, какой он «должен быть», маятник «находится на середине». Если речь идет о плавании вокруг «надлежащей точки».

А если нет? Если маятник находится «на хвостах»?
Если валюта сильно переоценена или, наоборот, недооценена?
Нужно, чтобы она сначала пришла к своему «естественному» курсу

Рубль
недооценен



Рубль
переоценен

Проблема переоцененности рубля

В 2000 – 2013 цены и издержки в России выросли в **3,7** раза.

Чтобы экспортер извлек из долларовой выручки ту же, что и в 2000 г., прибыль (при прочих равных), курс рубля должен упасть в **3,7** раза. Но он не падает!

В конце 2000 USD - **28,2** рублей. В конце 2013 - **32,7** рублей. Разница – всего лишь **16%**.

Для нефтяников и газовиков – это нипочем. Рост мировых цен на нефть - в **3,2 – 3,5** раза. Взлет долларовых цен «съел» потери на курсе.

Убыточность экспорта с высокой добавленной стоимостью

Мировые цены на машинотехническую продукцию не эластичны к рублевой инфляции. Они растут примерно на **1 – 3%** в год. То есть с 2003 эффект девальвации рубля 1998 был исчерпан, и этот экспорт стал убыточен. Валютная выручка всё меньше покрывала растущие в меру инфляции рублевые издержки заводов - экспортеров. Они сползли к убыточности. Их убытки от деформаций валютного курса покрывались разовыми вливаниями из бюджета.

Невозможность импортозамещения

Пусть два одинаковых двигателя стоили в рублях в 2000 одинаково. В 2010 рублевая цена российского мотора в силу инфляции - в 3,5 раза выше, а цена его зарубежного аналога в рублях – только в 1,2–1,3 раза. Какой из поставщиков победит?

«Ножницы» между номинальным и реальным эффективным валютным курсом



«Ножницы» между номинальным и реальным эффективным валютным курсом

Номинальный эффективный валютный курс - многосторонний валютный курс, определяемый по отношению к средневзвешенному корзины валют, без корректировки на уровень инфляции в странах происхождения сравниваемых валют

	Динамика номинального эффективного курса валюты, %, 1995=100	
	1995	2011
Китай	100,0	123,3
Россия, рубль	100,0	31,7
Еврозона	100,0	100,8

	Динамика реального эффективного курса валюты, %, 1995=100	
	1995	2011
Китай	100,0	119,7
Россия, рубль	100,0	176,1
Еврозона	100,0	89,1

Валютный курс выражается в долларах США за одну денежную единицу.

Рост индекса означает **укрепление** национальной валюты (рост ее реального или номинального эффективного курса).

Снижение индекса – **обесценение** национальной валюты (падение ее реального или номинального эффективного курса)

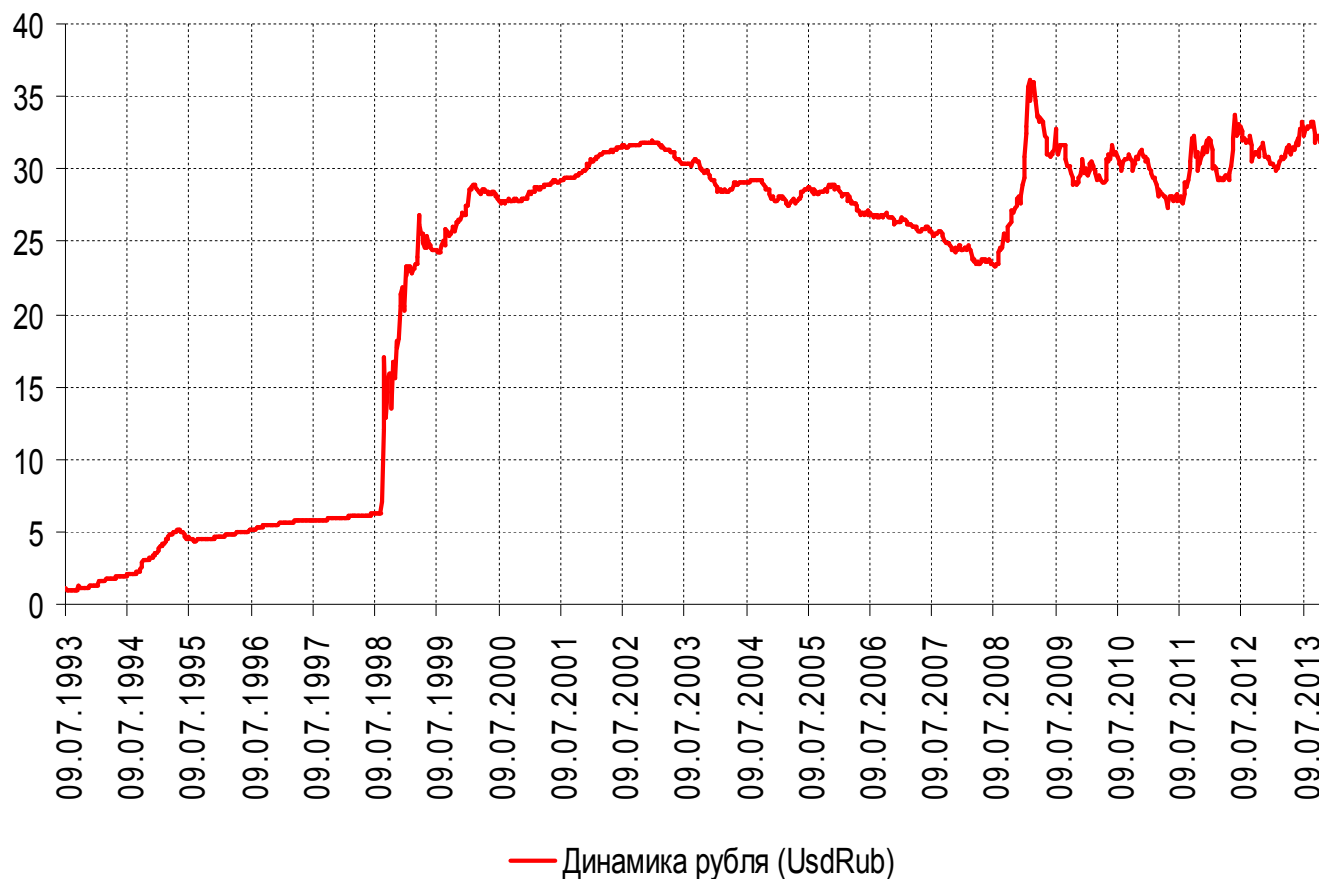
Драматический разрыв между номинальным и реальным эффективным курсом рубля!

1995 – 2012, 1995 = 100, **67 стран**

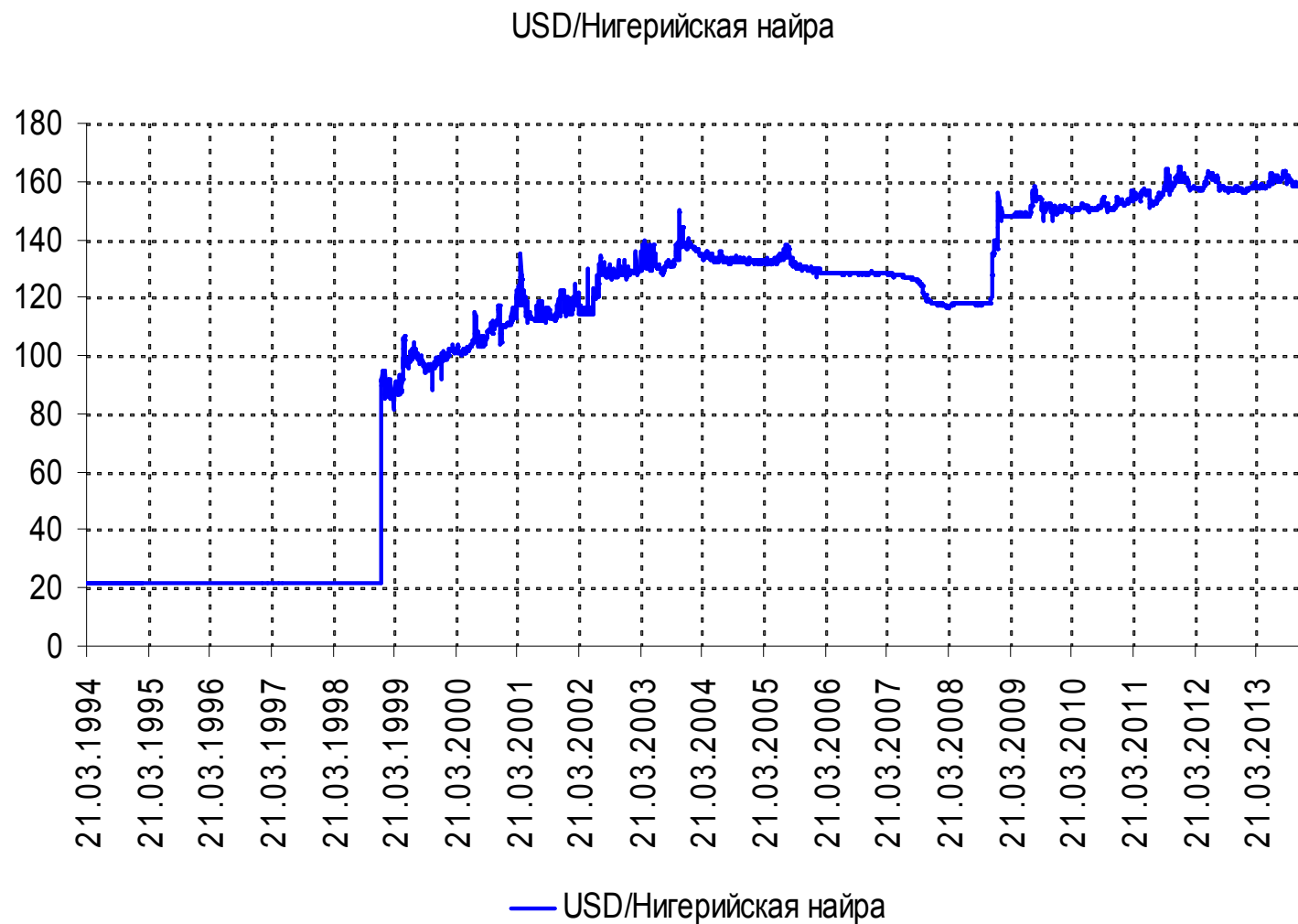
Недооцененность валют					Переоцененность валют					
> 150	150 - >100	100 - >50	50 - >10	10 - 0	0 - > -10	-10 - > -50	-50 - > -100	-100 - > -150	-150 - > -200	< -200
Армения	Македония		Молдова Доминика Япония Швейцария Бахрейн Швеция С.Аравия Сингапур Марокко Германия Кипр Финляндия Франция	Канада ЦАР Австрия Габон Бельгия Люксембург Камерун Италия Норвегия Нидерланды США Боливия	Малайзия Дания Н.Зеландия Хорватия Ирландия Китай Португалия Тунис Алжир	Израиль Испания Чили Велико-британия Австралия Гамбия Греция Украина Чехия Исландия Филиппины Ю.Африка Уганда Колумбия Никарагуа	Польша Пакистан Парагвай Гана Словакия Доминик. Респ-ка Уругвай Коста-Рика Венгрия	Нигерия	Румыния Россия Замбия Венесуэла Болгария	Иран
1	1		13	12	9	15	9	1	5	1

Неизбежная девальвация, «взрывчатый» характер, прыгучесть

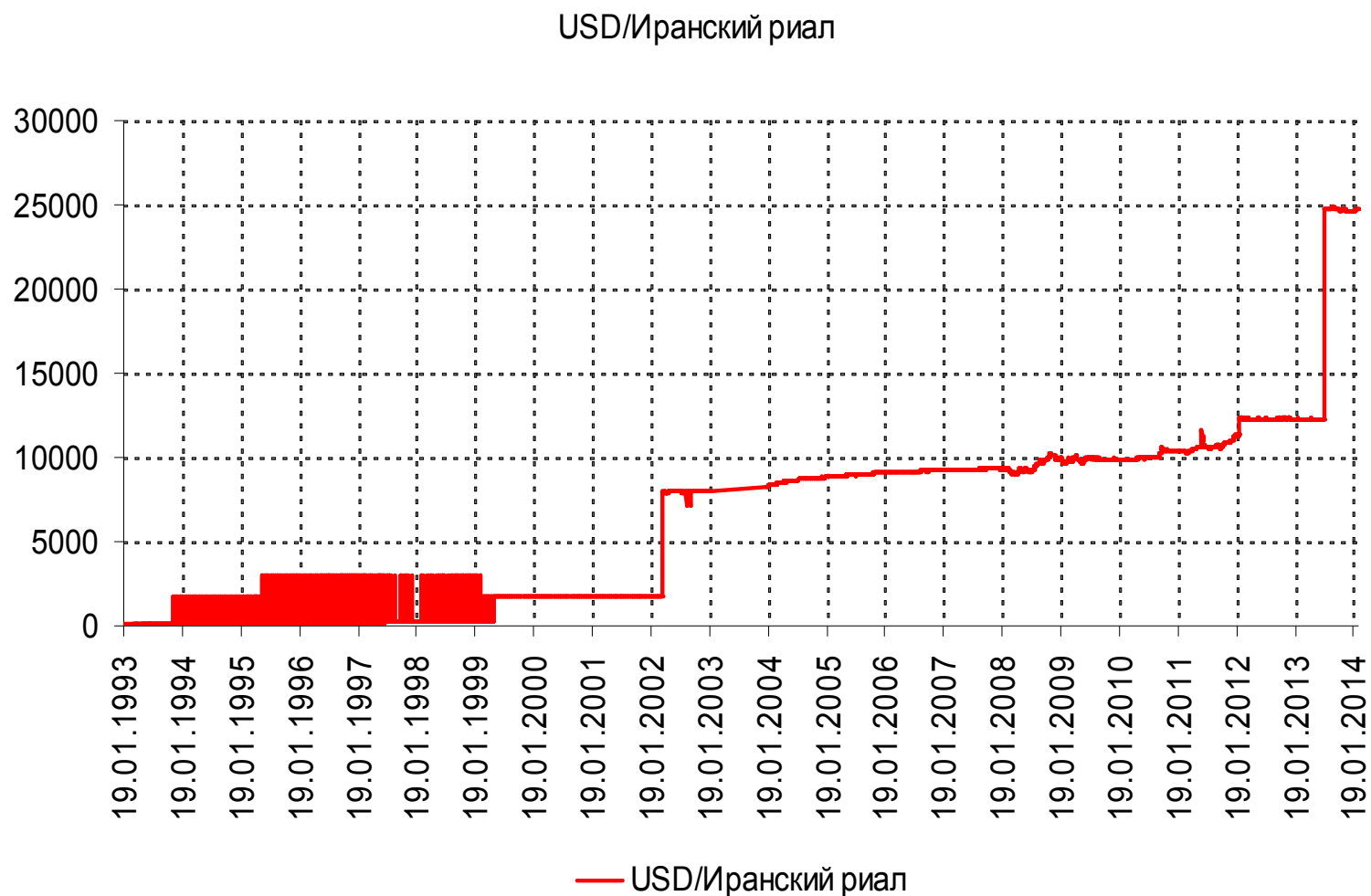
Динамика рубля (UsdRub)



Неизбежная девальвация, «взрывчатый» характер, прыгучесть



Неизбежная девальвация, «взрывчатый» характер, прыгучесть



Реализованный сценарий «переоцененного» рубля

Искусственное равновесие:

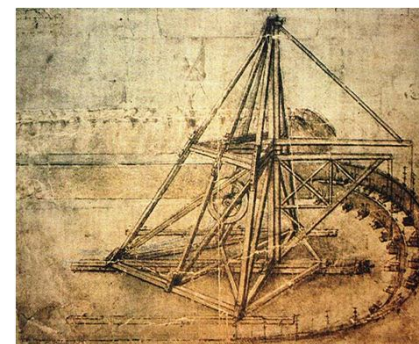
1. Поступление валютной ликвидности от скачка цен на сырье – проедание импортом, не связанным с модернизацией и импортозамещением
2. Изъятие ликвидности высокими налогами, стерилизация ликвидности, вывод в международные резервы
3. Изъятие ликвидности нетто-вывозом капитала
4. Манипулирование валютным рынком
5. Инфляция «сама по себе»
6. Компенсация бюджетом потерь от «рубля»
7. Взрывные девальвации



Сценарий, который мог бы существовать

Равновесие на более органичном уровне:

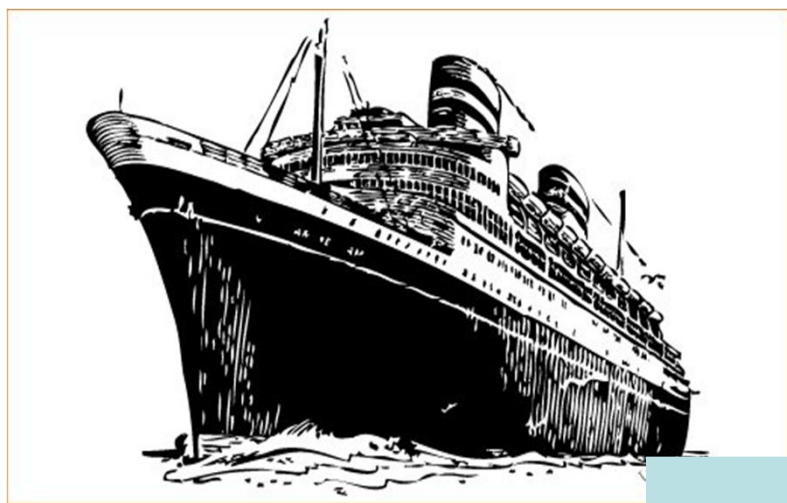
1. Поступление валютной ликвидности от скачка цен на сырье – низкие налоги, низкие риски и регулятивные издержки в России – импорт, связанный с модернизацией и импортозамещением
2. Нетто-ввоз капитала (прямые инвестиции, длинные портфельные инвестиции)
3. Более высокая монетизация, финансовое развитие, более глубокий валютный рынок, меньшая «управляемость» валютным курсом
4. Экономический рост, более широкая доходная база бюджета
5. Более рыночная среда, ниже инфляция и ниже процент



Экономика не готова к
плавающему обменному
курсу.

Чем это определяется?

Уровнем устойчивости (рисков) экономики, финансового развития, рыночности среды, отсутствия крупных деформаций



или



Переходом к свободному плаванию рубля
убирается один из сильнейших «якорей»
экономики

Российская финансовая система была волатильнее 50 крупнейших стран во время кризиса 2008 – 2009 гг. -1

	Фондовый индекс*	Фондовый индекс*, 29.12.2008 / 31.12.2007, %	Валютный курс к долл. США, 12.2007 - 02.2009, %	Изменение ВВП в постоянных ценах, 2009 / 2008, %	Инфляция (потребительские цены), 2008, %
Россия	RTS	-71,9	-31,3	-7,90	14,11
Греция	Athex Comp	-67,1	-14,1	-1,96	4,24
Пакистан	KSE	-65,2	-23,3	+3,37	12,00
Норвегия	OSEAX	-63,9	-23,0	-1,43	3,77
Турция	ISE	-63,2	-30,8	-4,69	10,44
Китай	SSEA	-62,5	+6,8	+9,09	5,90
Австрия	ATX	-62,2	-14,1	-3,89	3,22
Индия	BSE	-61,7	-22,3	+5,69	8,35
Венесуэла	IBC	-59,1	0,0	-3,29	30,38
Польша	WIG	-58,8	-33,8	+1,70	4,22
Индонезия	JSX	-58,7	-21,4	+4,55	9,78
Венгрия	BUX	-57,2	-26,3	-6,32	6,07
Бразилия	BVSP	-57,0	-20,8	-0,18	5,67
Австралия	All Ord.	-56,6	-26,8	+1,25	4,35
Бельгия	Bel 20	-55,6	-14,1	-2,65	4,49
Нидерланды	AEX	-54,5	-14,1	-3,92	2,21
Аргентина	MERV	-54,2	-15,4	+0,86	8,59
Чехия	PX	-53,5	-18,7	-4,12	6,34

Российская финансовая система была волатильнее 50 крупнейших стран во время кризиса 2008 – 2009 гг. -2

	Процент, 12.2008, %	Изменение международных резервов, 12.2008 / 07.2008, %	Изменение накопленных прямых инвестиций в экономику, 2008 / 2007, %	Изменение накопление портфельных инвестиций в эконо- мику, 2008 / 2007, %
Россия	12,23	-28,3	-56,5	-69,4
Греция	7,43	-6,8	-28,4	-16,5
Пакистан	н/д	н/д	+21,2	+0,3
Норвегия	7,28	-14,5	-20,7	-24,2
Турция	н/д	-6,4	-54,5	-43,0
Китай	5,31	н/д	+24,5	+9,95
Австрия	5,56	-13,4	-1,7	-7,0
Индия	13,31	-16,4	+17,0	-25,2
Венесуэла	22,37	н/д	-0,1	-39,6
Польша	10,45	-26,8	-8,4	25,6
Индонезия	13,60	-14,7	-14,9	-36,5
Венгрия	10,18	+24,4	+26,8	-16,2
Бразилия	47,25	-4,8	-7,1	-43,6
Австралия	8,91	-6,6	-20,7	-25,8
Бельгия	5,67	-7,3	-17,3	-1,0
Нидерланды	4,44	-3,6	-12,2	-17,3
Аргентина	19,47	-2,3	+12,6	-61,8
Чехия	6,25	-2,5	+1,8	-14,7

«Монопродуктовая» экономика «обмена сырья на бусы»

Доля нефти и газа в экспорте товаров и услуг составляла в 2011 – 2012 гг. – 59%

С металлами, лесоматериалами и удобрениями – 68%.

Машины и оборудование составляют всего лишь 3,7% экспорта (ФТС, ЦБР, 2011).

Примерно 50% доходов федерального бюджета

Зависимость России от состояния экономики Европы, от спроса ЕС на российской сырье

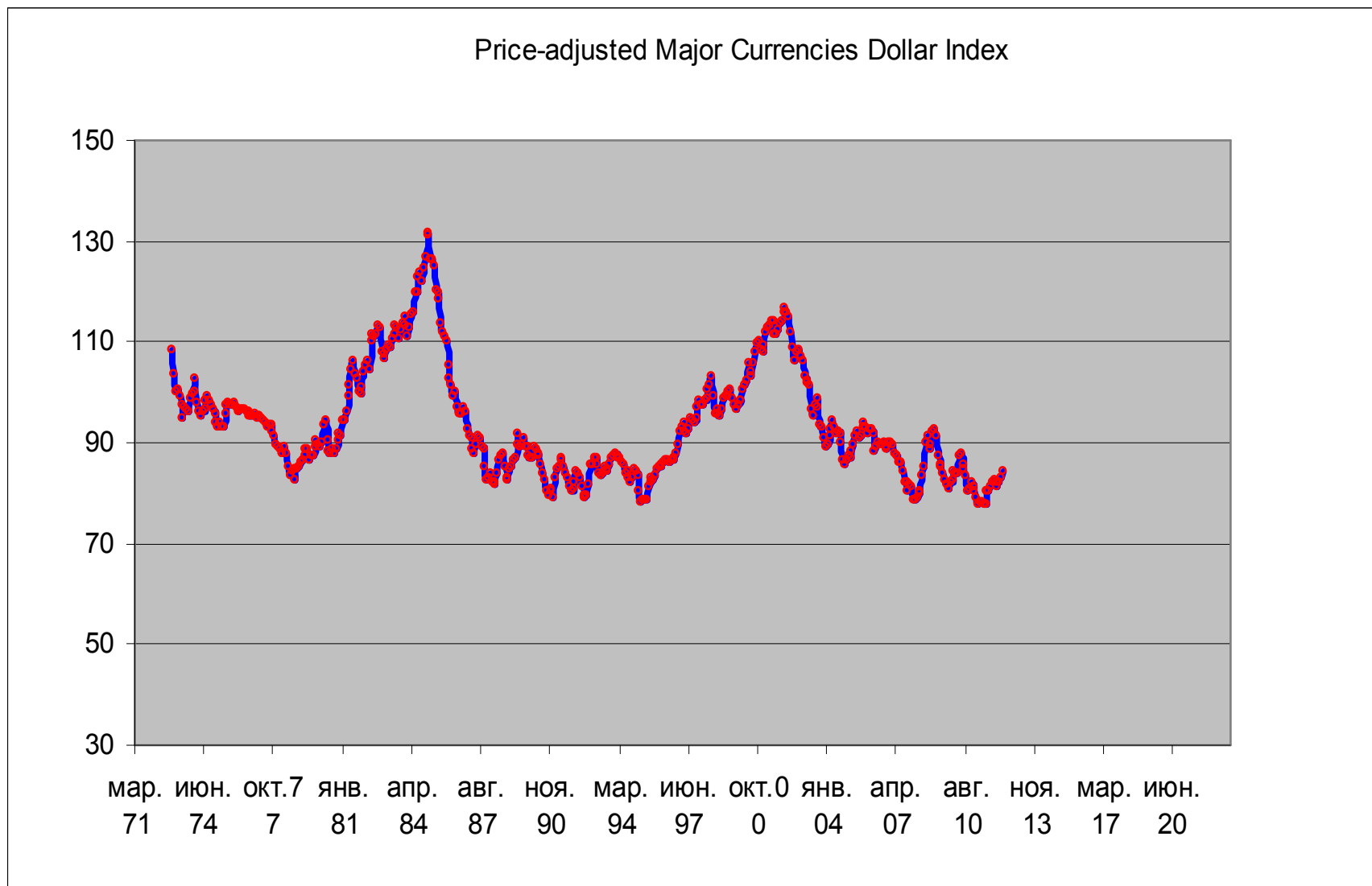
	Доля в обороте по экспорту - импорту, %, 2012
ЕС	49,0
КИТАЙ	10,5
СНГ	14,1

Риски сокращения физического объема экспорта сырья

- сланцевая революция,**
- США – как экспортер энергоресурсов**
- диверсификация источников сырья в Европе**
- рост энергоэффективности европейской экономики при низких темпах роста**

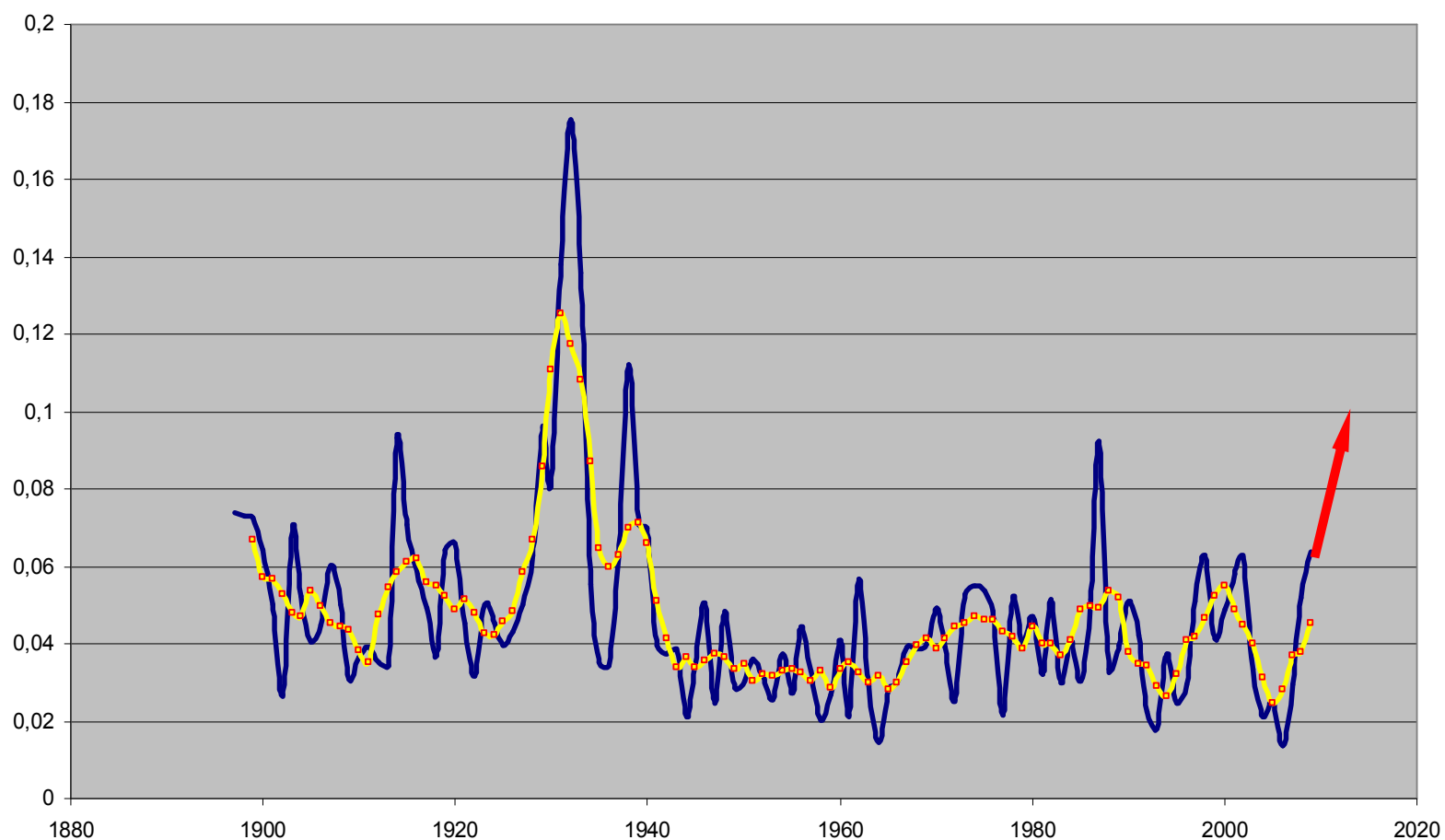
Риски падения мировых цен на сырье

Курс доллара США - 15-20-летняя цикличность



Риски глобальных финансов

График 1. Волатильность индекса DJIA 1897 - 2010 гг.



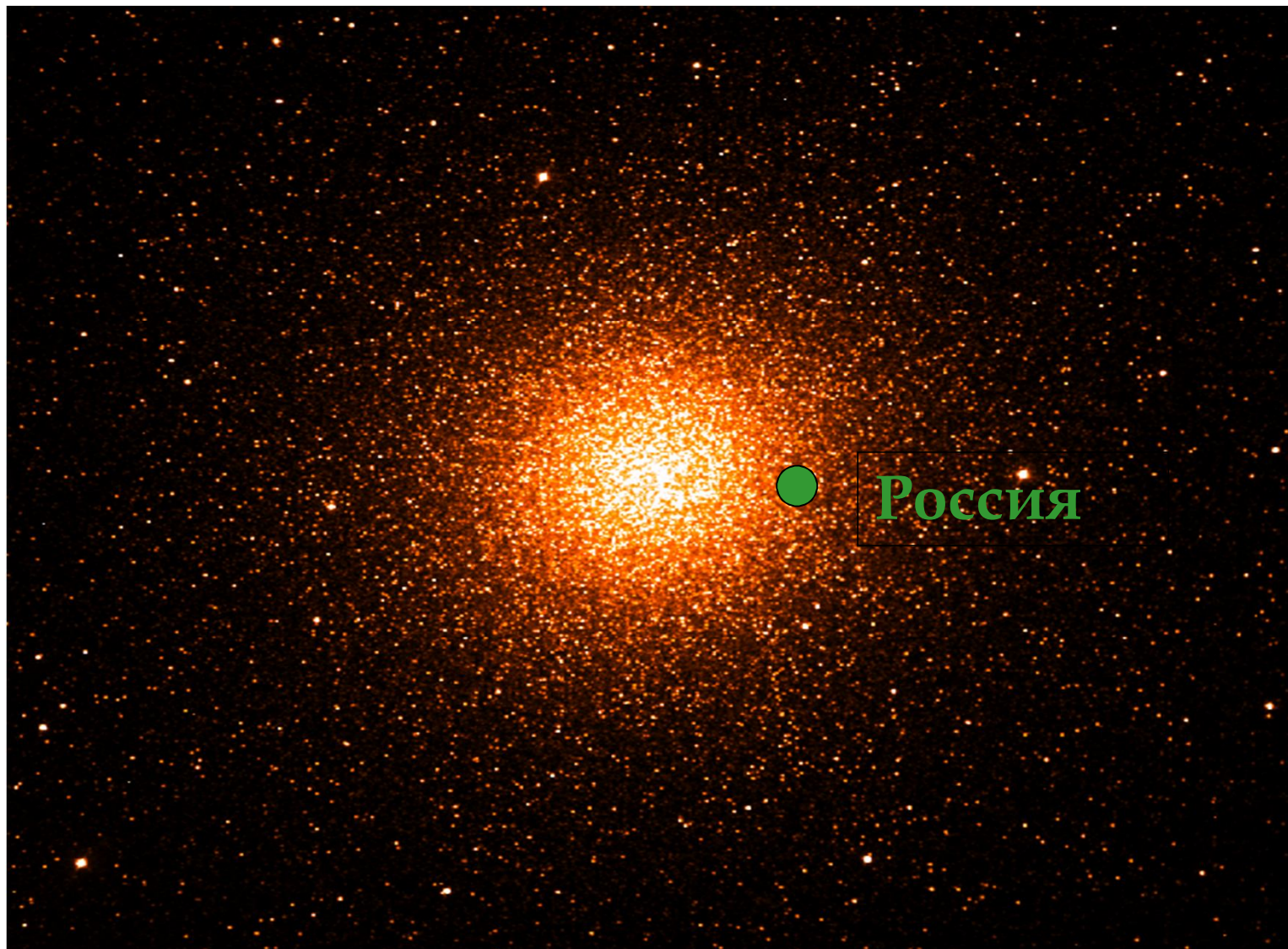
Индикатор: СКО за год, сглаживание – 5-членная скользящая средняя

«Встроенная» сверхволатильность экономики



«Мелкая» финансовая машина

Финансовая глубина (Монетизация, Деньги / ВВП) – 60 – 70-е место в мире

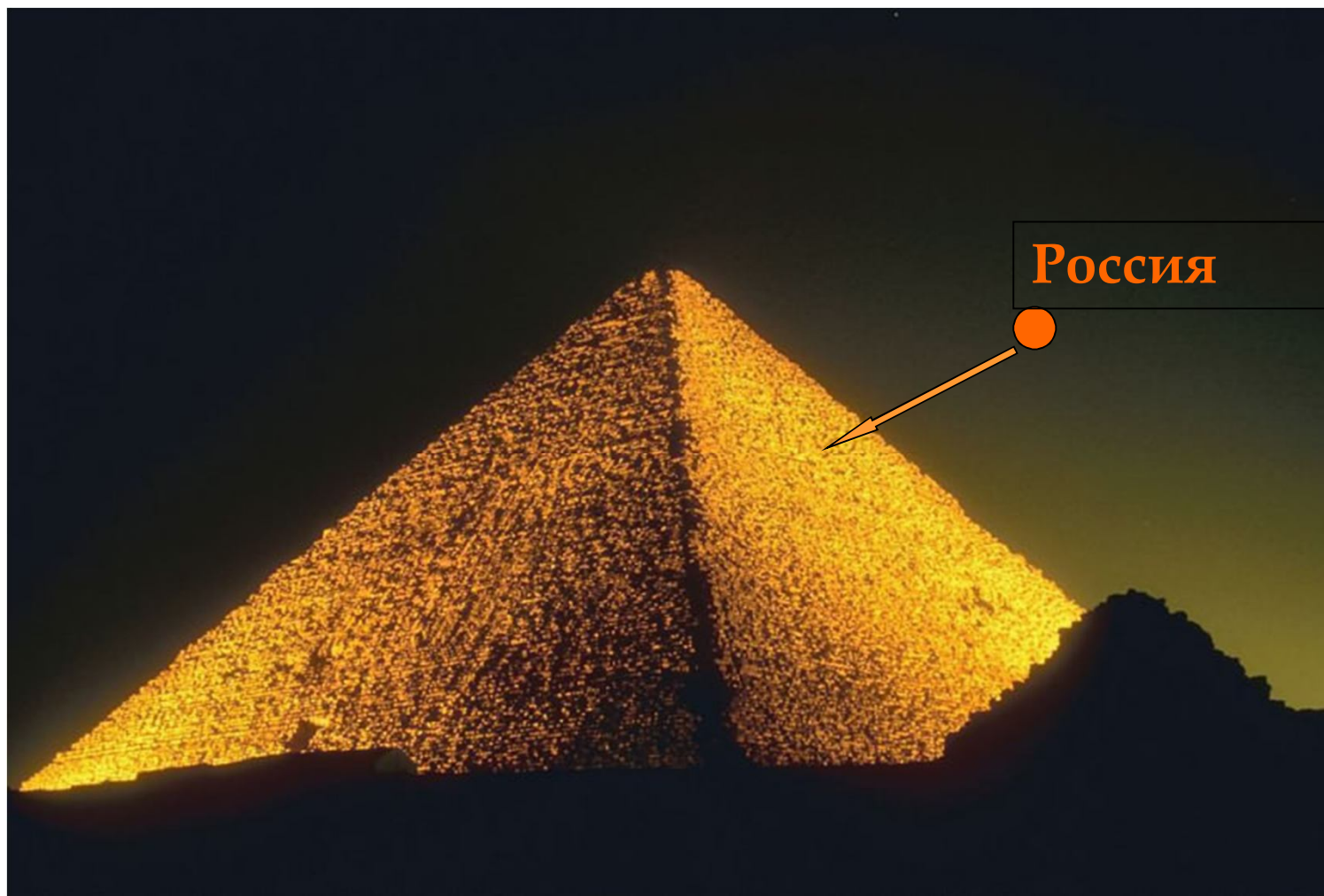


Финансовая глубина (Насыщенность кредитами,
Кредиты / ВВП) –
60 – 70-е место в мире



Доходность финансовых активов (процент по банковским ссудам)

Ниже, чем Россия - 55 – 60% стран



Фискальная нагрузка на экономику

60 - 70% стран имеет меньшую фискальную нагрузку,
чем Россия



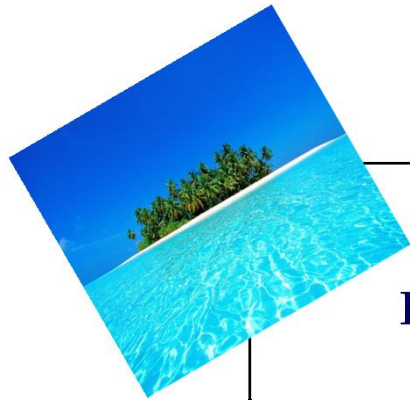
Вывод ликвидности из экономики

Больше 20 лет чистого вывоза капиталов (кроме
2006 – 2007 гг.)



Вывод ликвидности из страны

Офшоризация финансов – одна из самых высоких в мире



Показатель, 2010, %	Прямые иностранные инвестиции		Портфельные иностранные инвестиции	
	в Россию	из России	в Россию	из России
Доля офшоров	79	78	29	69
В т.ч.				
Кипр	36	42	1	12
Карибы	26	16	-	2
Нидерланды, Люксембург, Швейцария	14	17	22	34
Ирландия, Нормандские острова	1	1	6	20

*IMF CDIS, SPIS - 2010

Ловушки бюджета



Рост военных расходов

Мегапроекты

Покрытие убытков госкорпораций

Покрытие процента

Аналог - конец 1980-х гг.

«Агнец на заклание»

«Нерыночность» среды, потенциал манипулируемого рынка

**Почти 30% активов банковского сектора – у
ЦБР**

(США – 17,4%, Италия – 15,5%, Франция – 14,1%, Германия – 13,9%,
Китай – 23,5%, Индия – 23,1%, Казахстан – 23,5%, Украина – 22,4%,
Беларусь – 16,3%)

Еще 35% активов – у 5 банков

Или

Еще 50% активов – у 20 банков

Остальные 20% - у более, чем 800 банков

«Встроенная» сверхволатильность финансовой системы



Девальвационные ожидания

Настроения населения, не позволяющие рублю быть сильным

**Динамика распространенности желания перестрелять всех, из-за
кого жизнь в стране стала такой, какова она сейчас, 1995 – 2011, в
%***

	1995	2001	2008	2011
Часто чувствовали это желание	24	18	16	34
Испытывали это чувство иногда	31	28	29	38
Никогда его не ощущали	45	54	55	28

*Двадцать лет реформ глазами россиян: опыт многолетних социологических опросов (под ред. М.К.Горшкова, Р.Крумма, В.В.Петухова). – М.: Институт социологии РАН, Издательство «Весь Мир», 2011. – С.73

«Равновесие» экстремумов – распутывать вместе

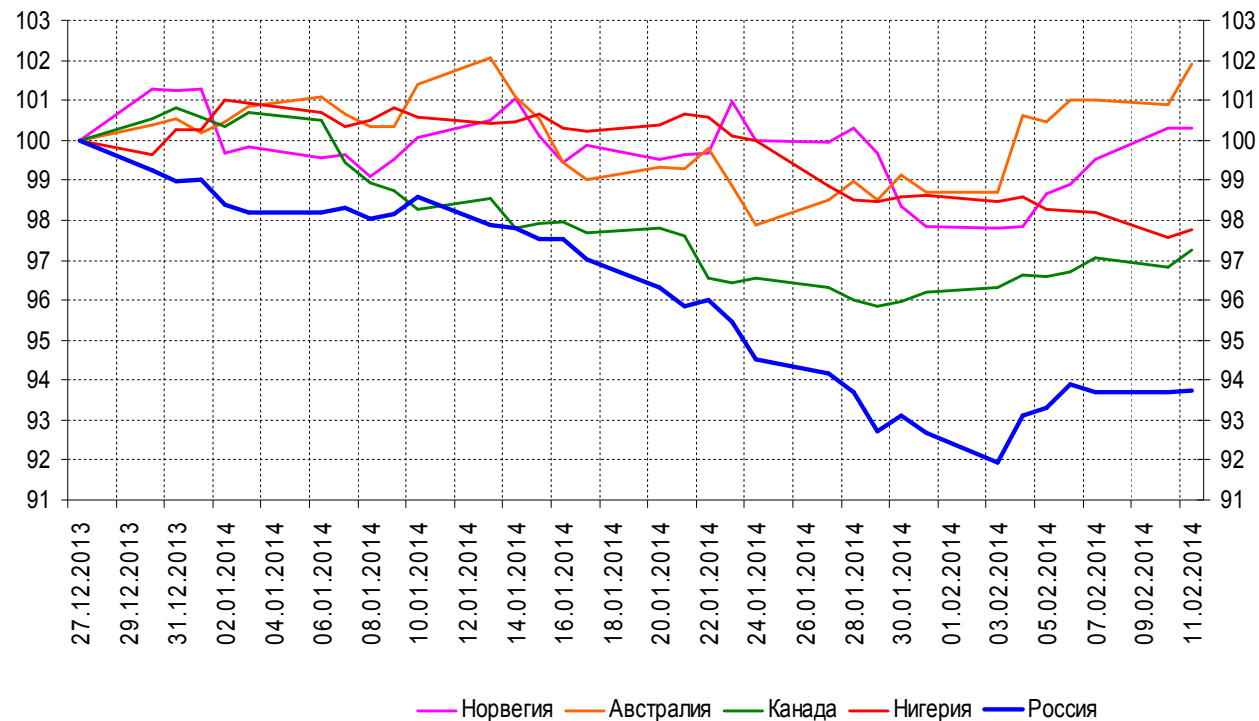
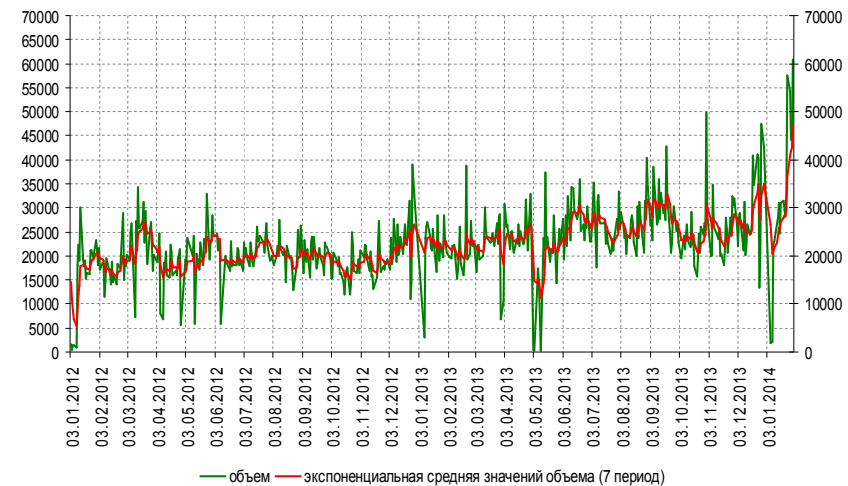
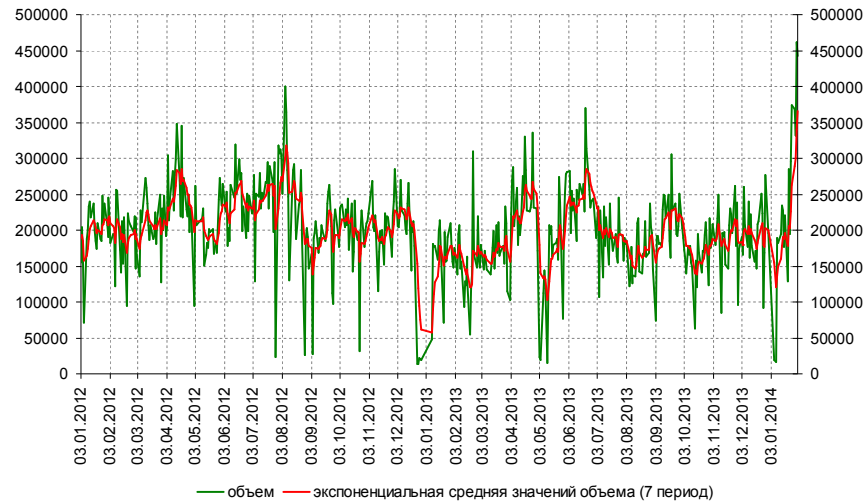


Как должен действовать
Центральный банк в период
ослабления рубля,
при резких колебаниях
валютного курса?

1. **Свободное плавание пока невозможно** (при таких деформациях, при таком низком уровне финансового развития)
2. **«Два шага вперед, один шаг назад».**
Управляемый спуск - медленное, осторожное ослабление, не допуская резких колебаний, с валютными интервенциями
3. **Манипулирование** информацией, запутывание рынка, «лисьи следы»



В первую очередь, не вызывать своими действиями и заявлениями резкие колебания курса



Благодарю за внимание

www.mirkin.ru

www.facebook.com/yamirkin

Аналитические данные

