

**ЭВОЛЮЦИЯ КУРСОВОЙ ПОЛИТИКИ
ОТ КРИЗИСА К КРИЗИСУ: ЕСТЬ ЛИ
ПРОГРЕСС?**

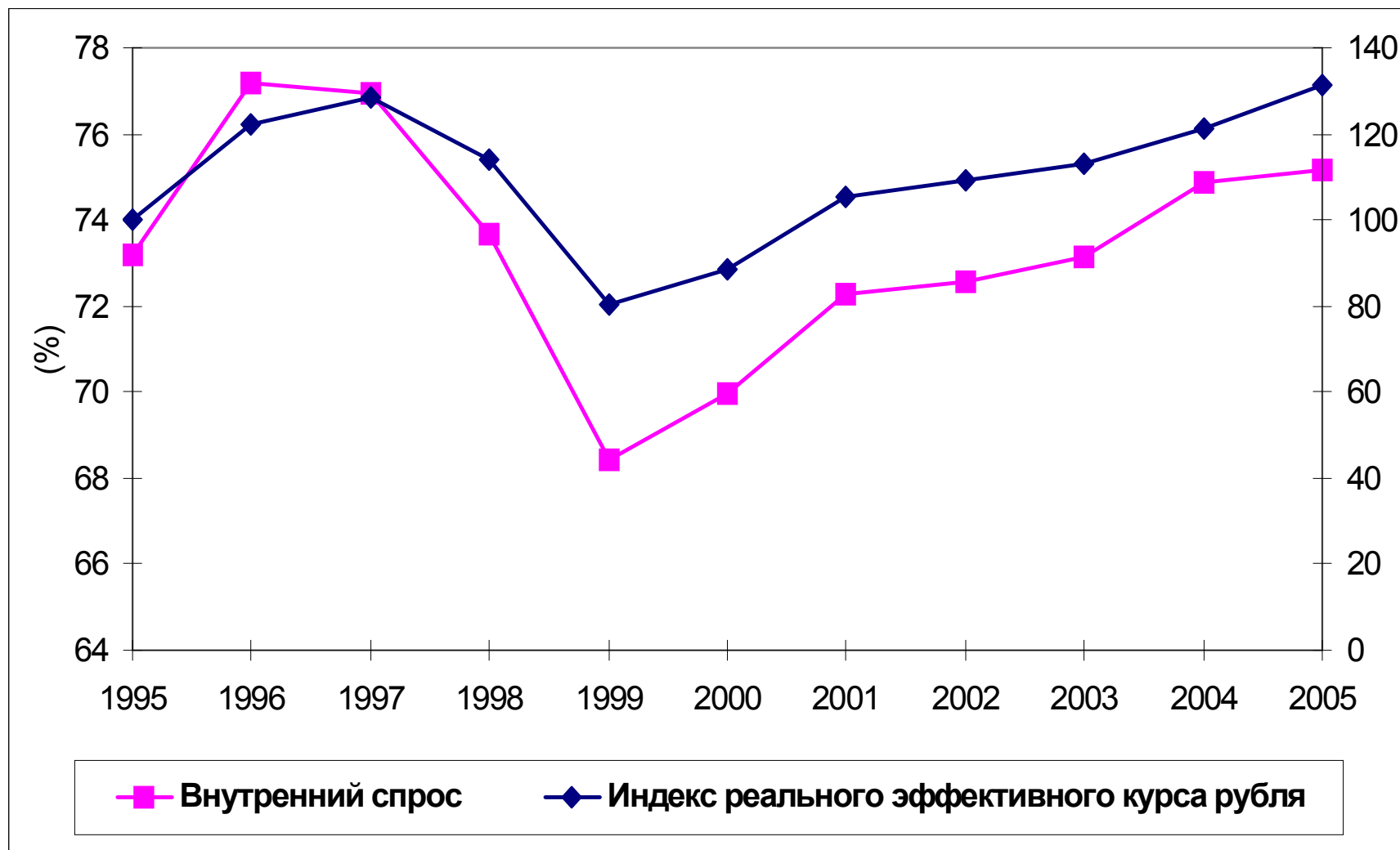
Е.Гурвич

Экономическая экспертная группа

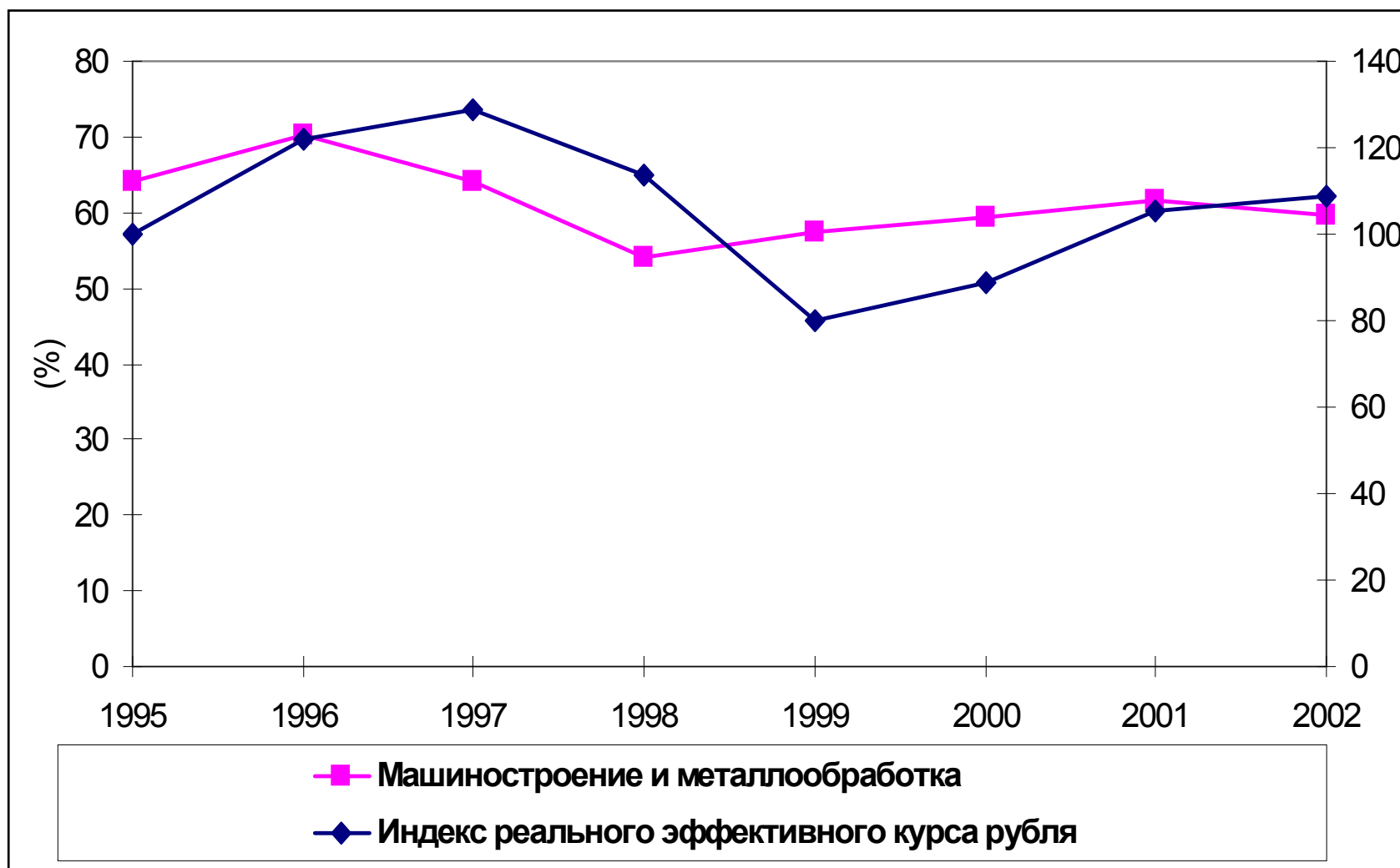
Диспут-клуб АНЦЭА

17 марта 2016 г.

Доля отечественного производителя во внутреннем спросе и индекс реального эффективного курса рубля (1995 г. = 100 %)



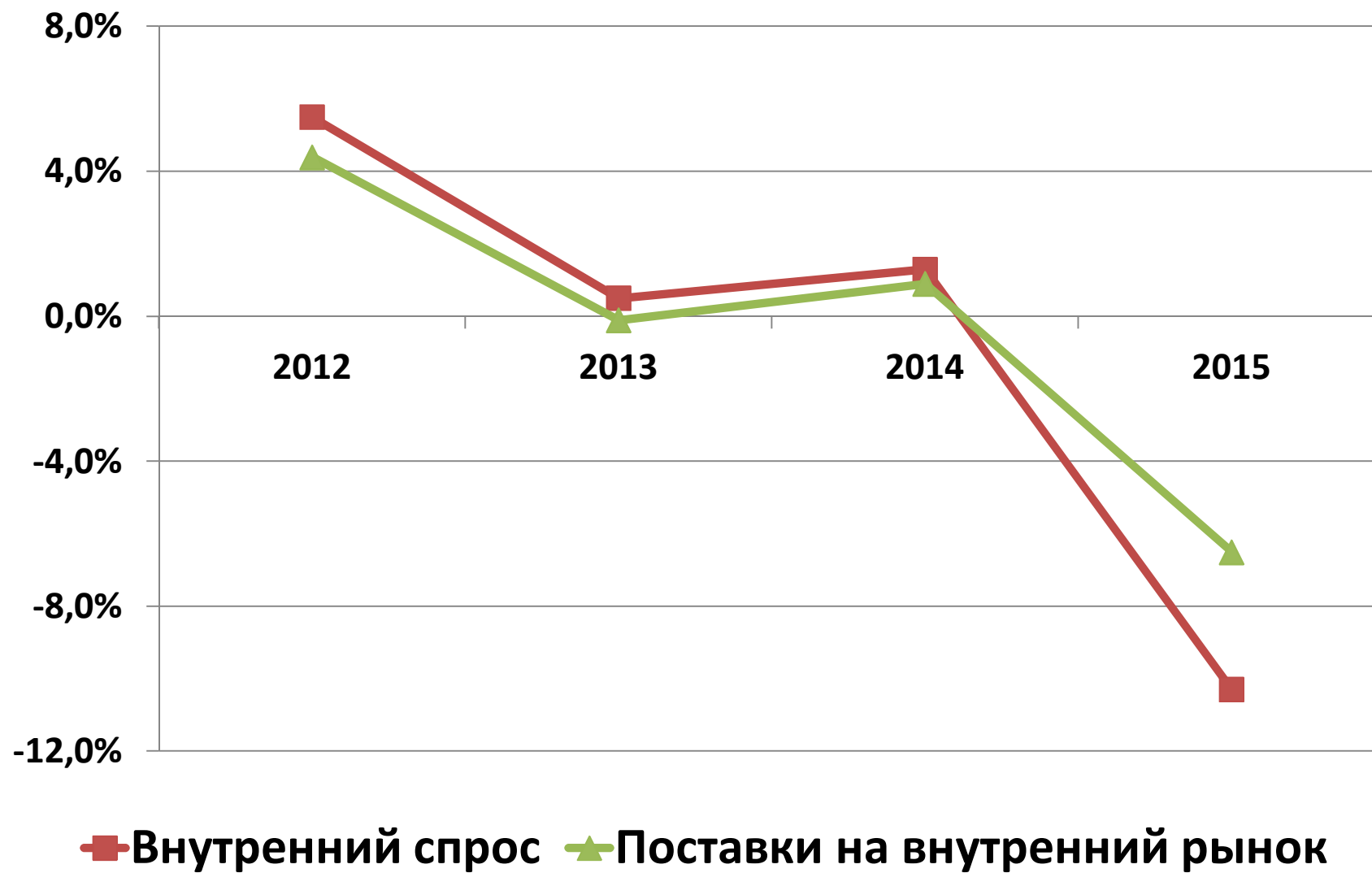
Доля отечественного производителя во внутреннем спросе и индекс реального эффективного курса рубля (1995 г. = 100 %)



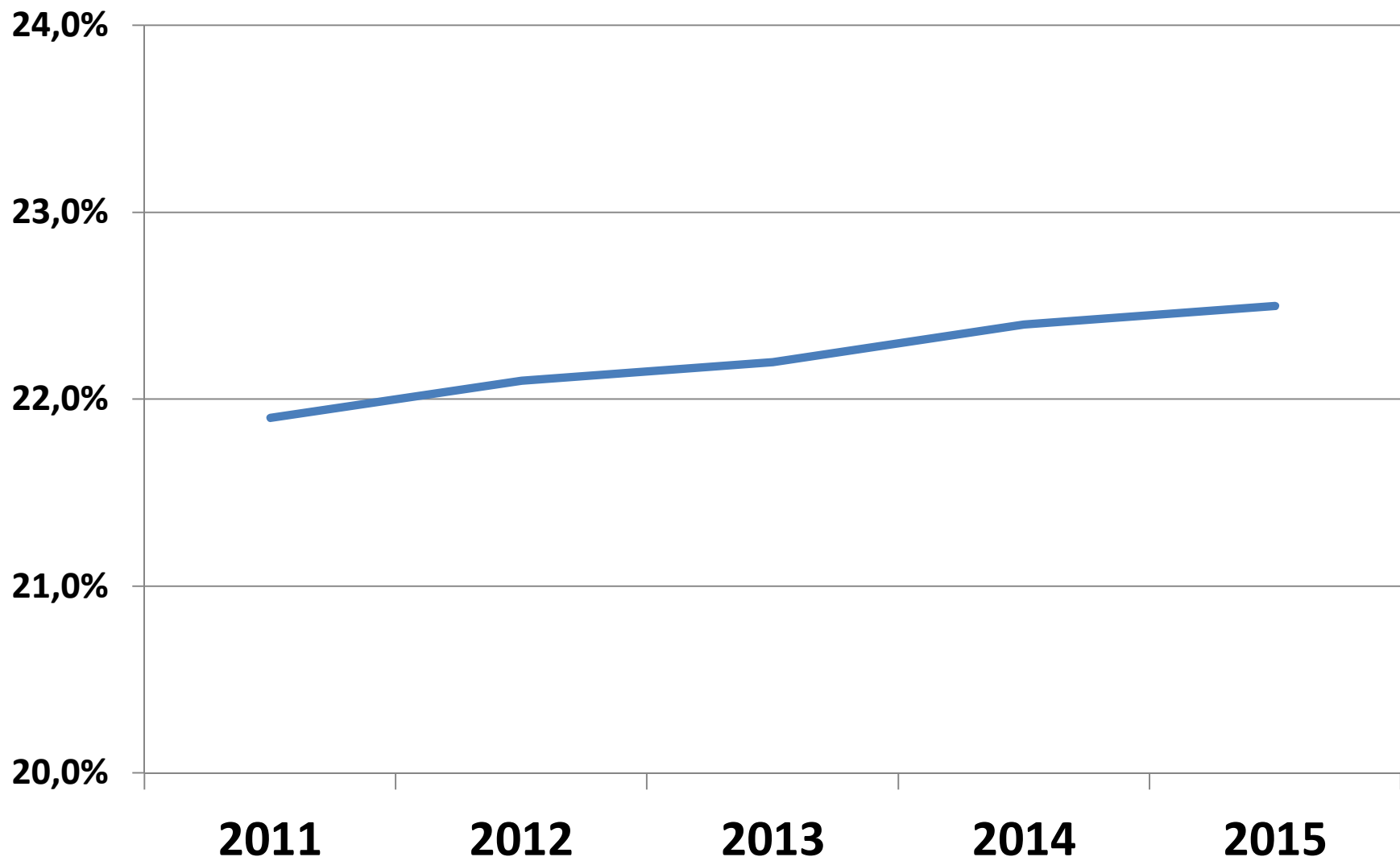
Эффект повышения реального обменного курса на 1% (на основе анализа данных за 1995-2004 г.)

	Изменение цен производителей (%)		Изменение доли отечественных производителей на внутреннем рынке (в стоимостном выражении)	
	Краткосрочное (1-2 квартала)	Долгосрочное (1-3 года)	Краткосрочное (1 квартал)	Долгосрочное (3 года)
Черная металлургия	-0.3	-0.9	-0.1	0.0
Химическая промышленность	-0.2	-0.8	0.7	0.2
Машиностроение и металлообработка	0.0	0.0	0.3	0.1
ЛДЦБ	-0.3	-0.7	0.5	0.2
Легкая промышленность	Не найдена	Не найдена	Не найдена	Не найдена
Пищевая промышленность	0.0	0.0	0.0	0.0

Изменения элементов ВВП (%)



Доля импорта на внутреннем рынке (%)



Оценка эффекта ослабления рубля

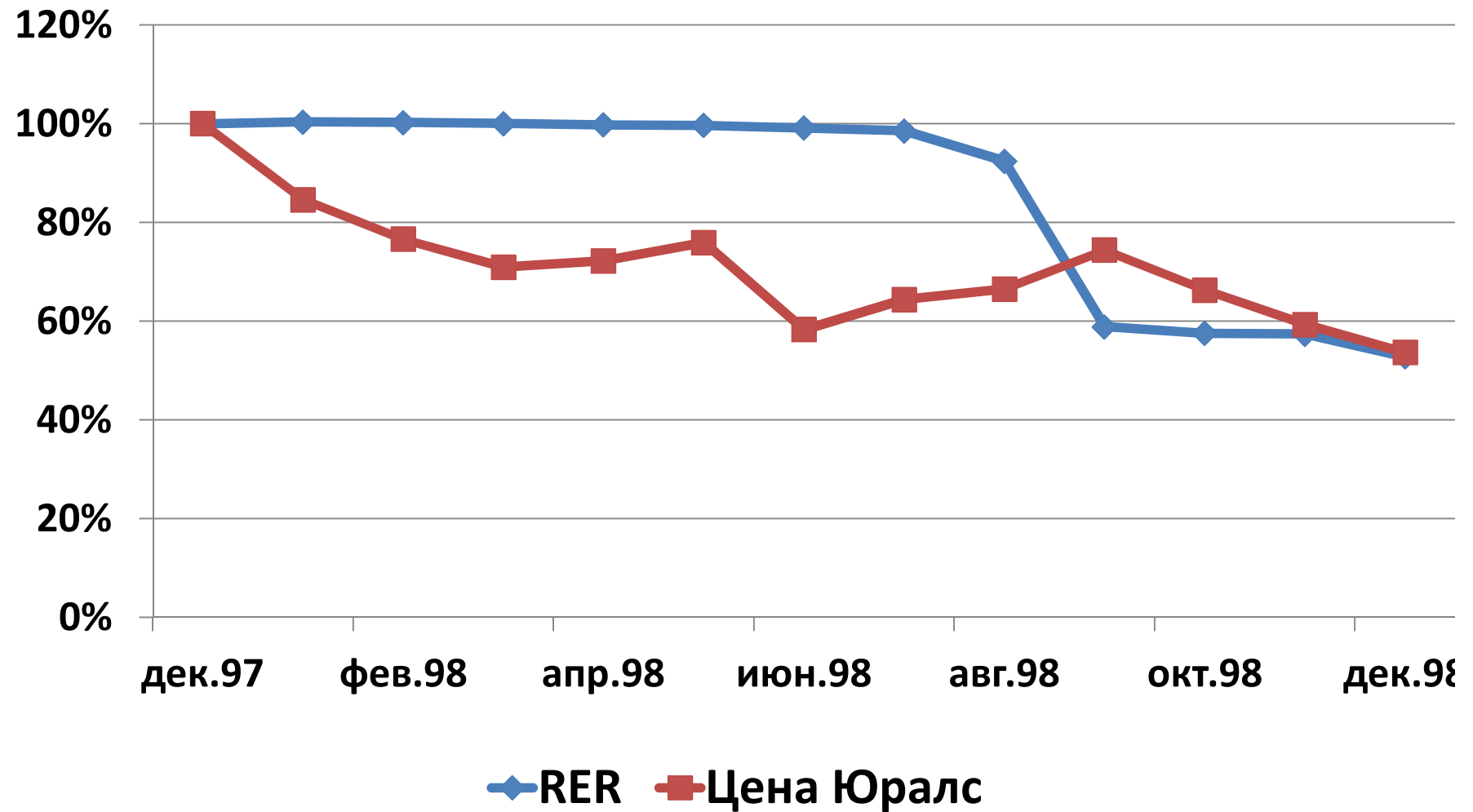
- Потенциал «импортозамещения» есть только в отдельных сравнительно небольших секторах (как сельское хозяйство)
- Производство и экспорт в сырьевом секторе не зависят от реального курса рубля,
- Небольшой рост экспорта в отдельных несырьевых секторах.

**Выигрывает от укрепления валюты в
основном экспорт несырьевой
стандартной массовой продукции, где
доминирует ценовая конкуренция.**

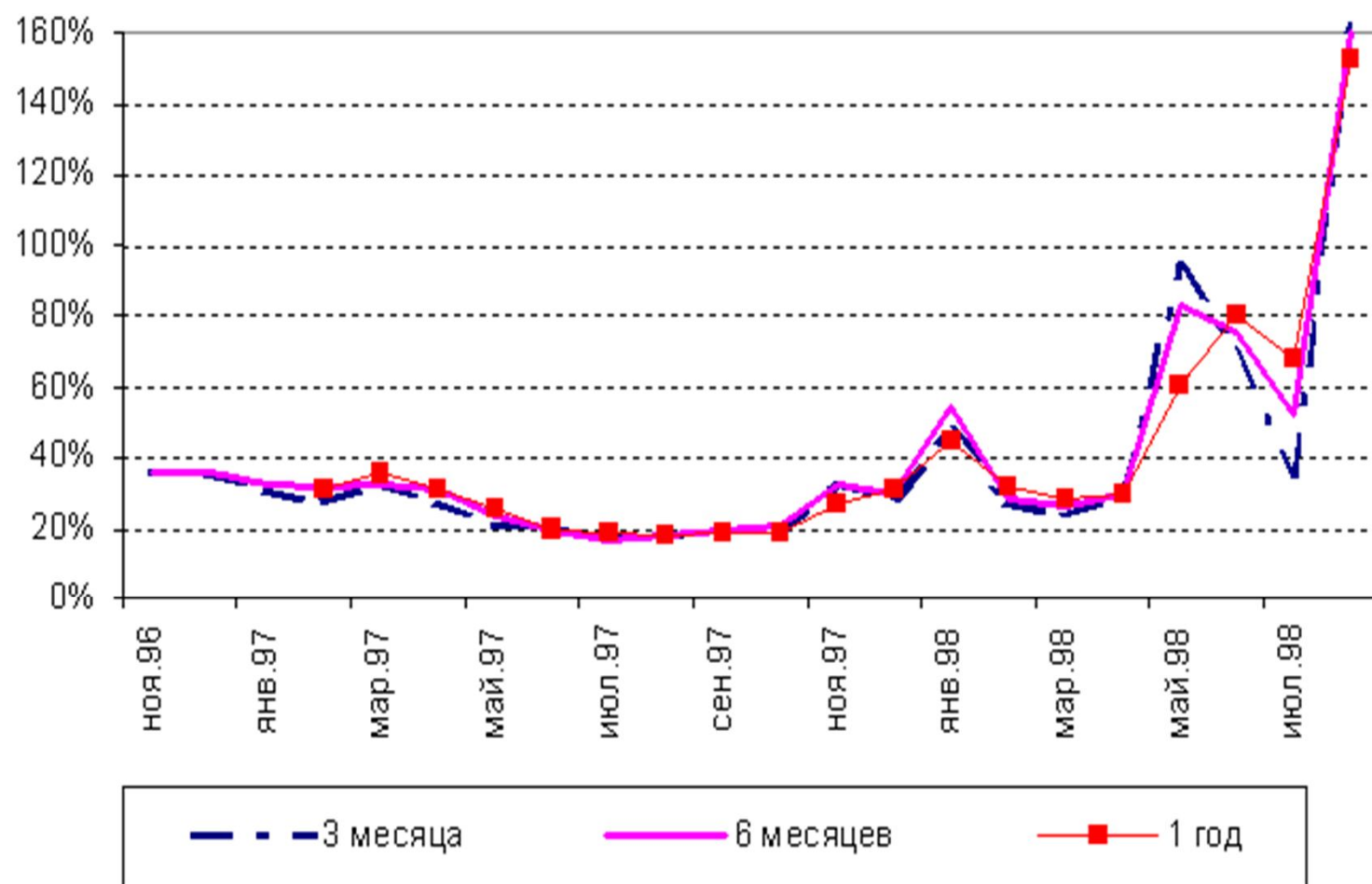
Это «ниша» Китая.

У нас такого экспорта почти нет.

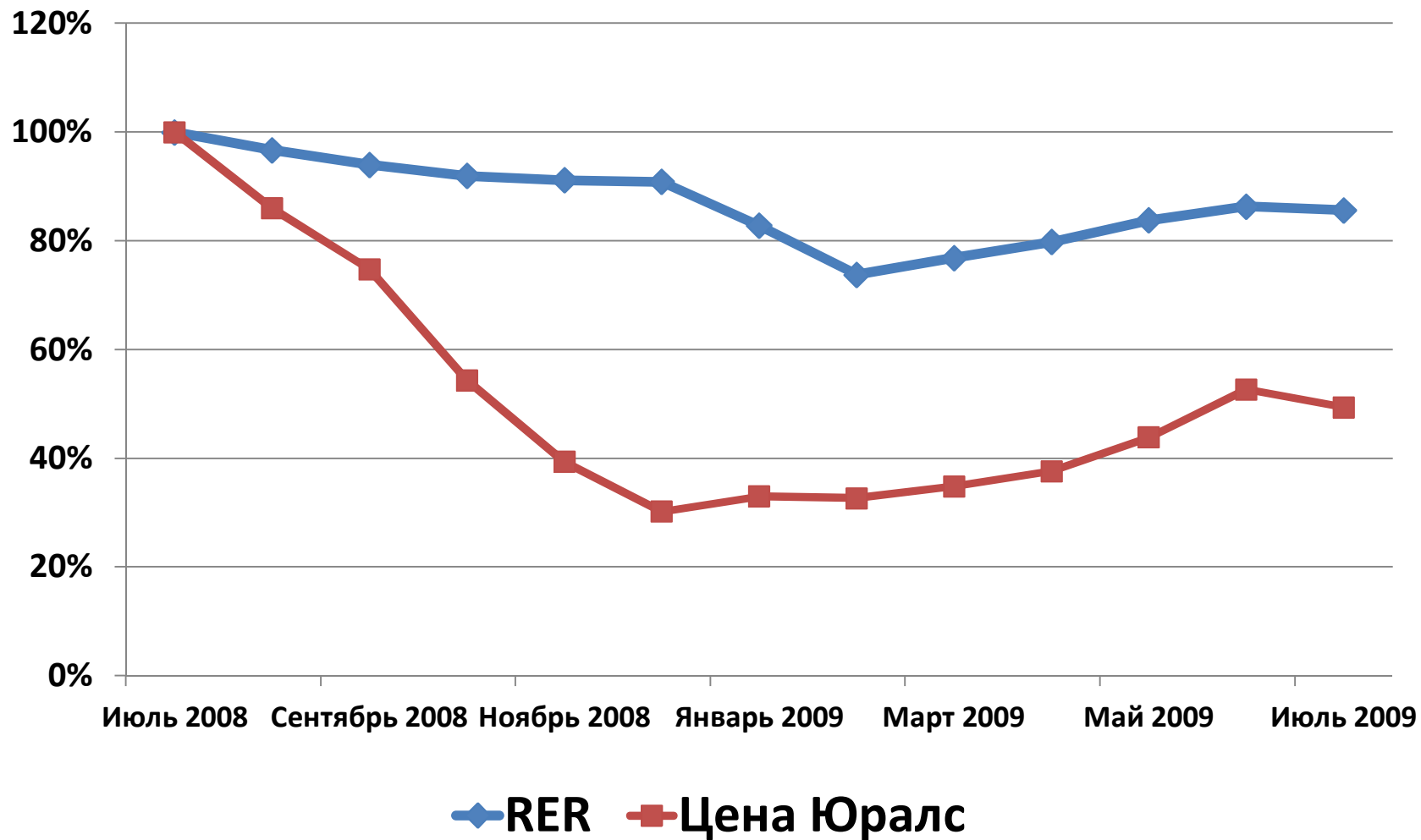
Цены на Юралс и реальный курс руб/\$ (дек.97=100%)



Процентные ставки на рынке ГКО-ОФЗ



Цены на Юралс и реальный курс руб/\$ (июль 2008=100%)

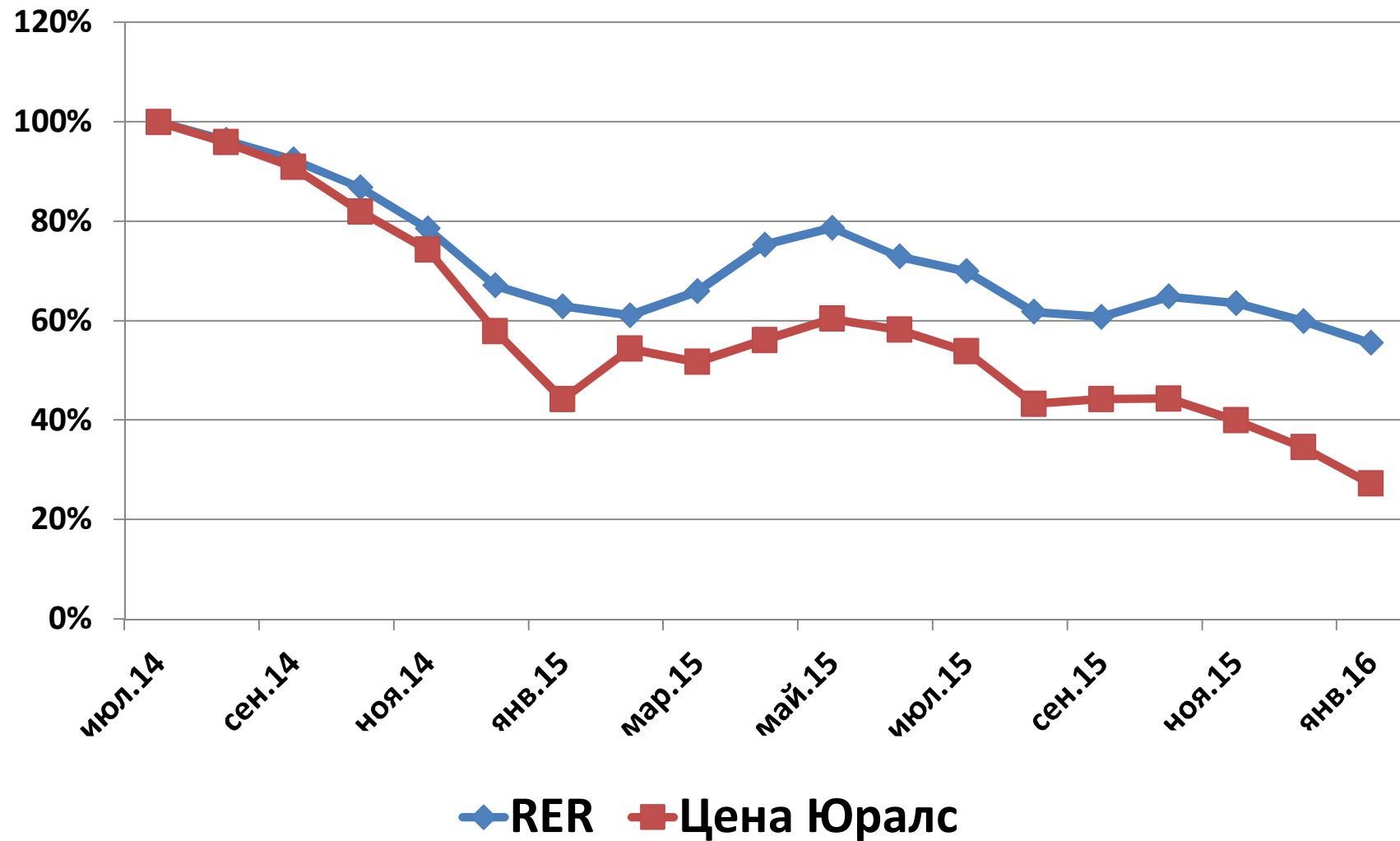


Расчетная доходность фьючерсных и форвардных контрактов (альтернативная стоимость денег)

по состоянию на декабрь 2008

Срок исполнения	Котировка фьючерсов	Ожидаемое удорожание \$ к моменту исполнения	Расчетная доходность фьючерсных контрактов
3 месяца	29,9	9,1%	41%
5 месяцев	30,9	12,5%	33%
7 месяцев	31,8	16,0%	29%

Цены на Юралс и реальный курс руб/\$ (июль 2014=100%)



Первый вариант – фиксированный курс

1. Непонятно, как обеспечивать стерилизацию эмиссии.
2. Невозможна адаптация к сильным внешним шокам.
3. Страны с фиксированным курсом хуже перенесли кризис 2007-2009 гг.

Последствия политики управляемого плавания перед кризисом 2008-9 гг.

- Результат: избыточный приток капитала ==> перегрев экономики, инфляция, избыточное накопление долга ==> предпосылки кризиса.
- Высокие процентные ставки в ходе кризиса ==> усиление спада
- Огромные потери ЗВР (порядка 200 млрд.долл.)

Масштабы падения цен на нефть и время до начала роста цен

	1998-1999	2008-2009	2014-2015
Период наибольшего годового падения цен на нефть	янв. 98 – дек. 98	окт. 08 – сент. 09	дек.14 - нояб.15
Размеры годового падения цен на нефть	35%	45%	47%
Время до начала роста цен на нефть (мес.)	15	6	>14

Изменение важнейших показателей в ходе финансовых кризисов

	II кв. 98 – I кв. 99	2009	2015
Баланс бюджетной системы (п.п. ВВП)	3,5	-11,2	-2,3
Реальный размер пенсий (%)	-15,3	10,7	-3,8
Реальная средняя зарплата (%)	-21,7	-3,5	-9,5
Численность занятых (%)	-2,4	-2,1	-0,4
Доля оплаты труда в ВВП (п.п.)	-7,8%	3,9%	-1,0%
Золотовалютные резервы (млрд.долл.)	-6	-194	-83

Эволюция монетарной политики

	Среднесрочная политика	Режим курсовой политики	Приоритеты в период кризиса
1998 г. и предшествующий период	Использование обменного курса как "номинального якоря" инфляционных ожиданий	Курсовой коридор	Сохранение обмен. курса в границах объявленного коридора
2008-2009 гг. и предшествующий период	Поиски компромисса между сдерживанием инфляции и предотвращением чрезмерного укрепления рубля	Управляемый обменный курс	Поддержание стабильности за счет продажи валютных резервов
2014-2015 гг. и предшествующий период	Переход к инфляционному таргетированию	Плавающий обменный курс	Стабилизация внутренних цен, адаптация платежного баланса к шоку условий торговли

Минусы плавающего курса

- Усиливается неопределенность и риски для бизнеса, что делает экономику менее привлекательной для инвестиций. Показано, что повышение волатильности курса рубля негативно влияет на рост российской экономики (Rautava, 2013).
- Однако эта плата существенно меньше, чем те негативные последствия негибкой макроэкономической политики, которые проявились в ходе предыдущих кризисов.

Рост сальдо текущего счета в процентах ВВП при ослаблении реального курса на 10%

<i>Страна</i>	Расчетное измен. СТО	<i>Страна</i>	Расчетное измен. СТО
Ю. Корея	11,1	Турция	5,2
Германия	7,0	Индия	5,0
Мексика	6,8	Япония	4,0
Китай	6,7	США	3,3
Франция	6,2	Россия	2,6
ЮАР	6,0	Бразилия	1,8
Великобрит.	5,9	<i>Россия – на основе оценок ЭЭГ</i>	1,5