



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

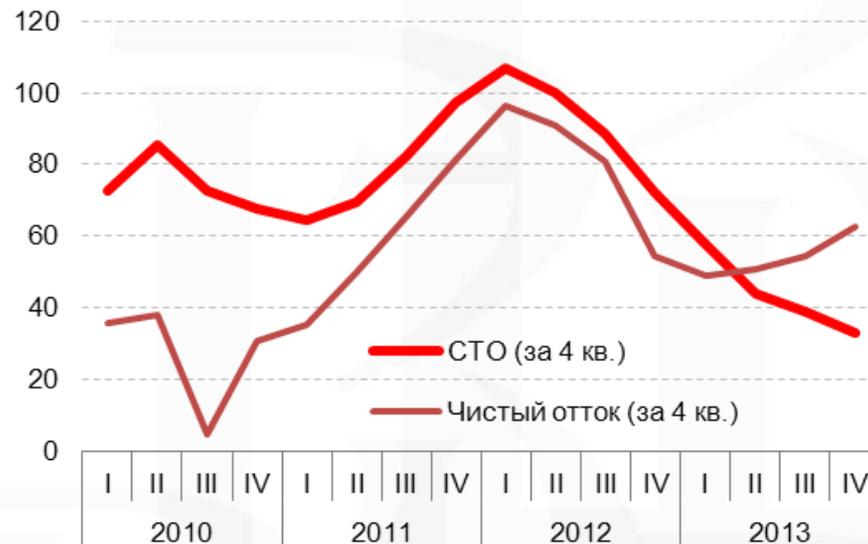
# «Перспективы свободного плавания рубля»

Круглый стол  
(РСПП)  
*6 февраля 2014 г.*

**Сергей Пухов**  
Институт «Центр развития»  
НИУ-ВШЭ  
[s.g.pukhov@gmail.com](mailto:s.g.pukhov@gmail.com)  
**+7 (495) 625-0030**

# Тенденция к девальвации

Счет текущих операций и чистый отток капитала, млрд. долл.



**Торговый профицит сокращается (вслед за ценами на нефть и нетопливным экспортом), неторговый дефицит - услуги, доходы, труд и трансферты – растет (вслед за выплатами доходов и импорта услуг)**

**Чистый отток капитала имеет тенденцию к росту и уже в прошлом году превысил сокращающийся профицит счета текущих операций, оказывая тем самым давление на рубль**

# Поможет ли девальвация?

## Эластичность импорта по курсу



## Влияние курса рубля на отрасли



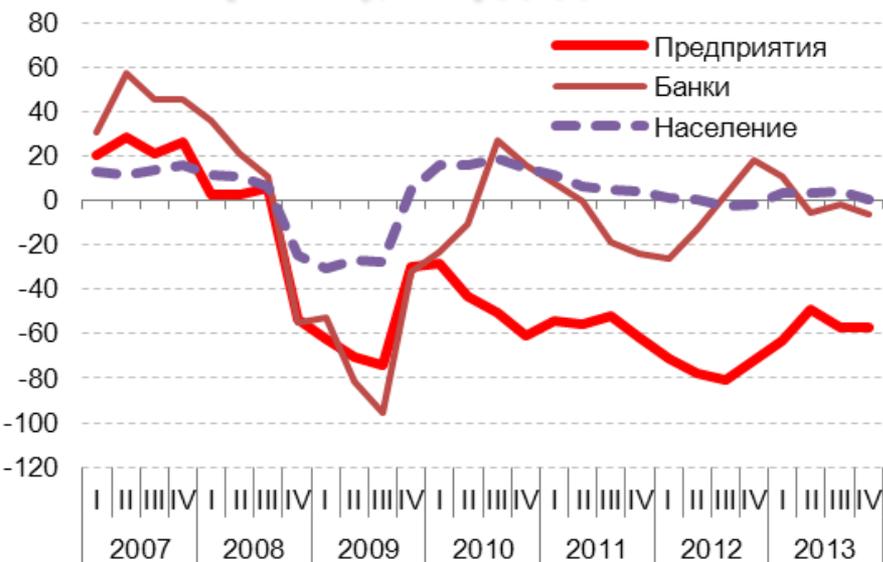
**Импорт наиболее чувствителен к курсу, экспорт – к внешним ценам. Однако реакция импорта на курс меняется со временем, в т.ч. из-за структуры импорта.**

**Ослабление рубля не формирует импортозамещение. Импортозамещение касается лишь 25% производства. Банк России не в состоянии таргетировать отраслевые реальные курсы.**

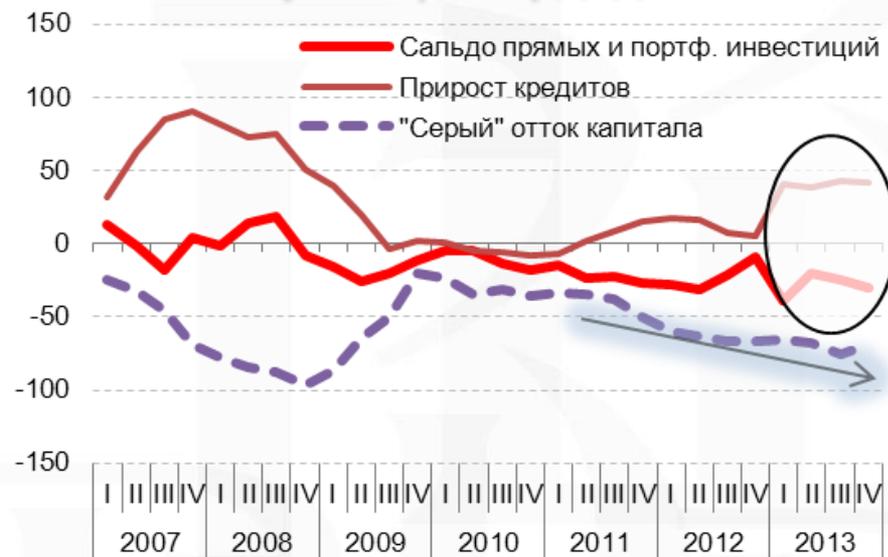
**Девальвация увеличивает прибыль экспортноориентированного сектора, рассчитывать на значительное снижение доходов нерезидентов от участия в капитале – не приходится**

# Предприятия – ключевой «забойщик» оттока капитала

Чистый приток капитала (за 4 квартала), млрд. долл.



Инвестиции предприятий (за 4 квартала), млрд. долл.

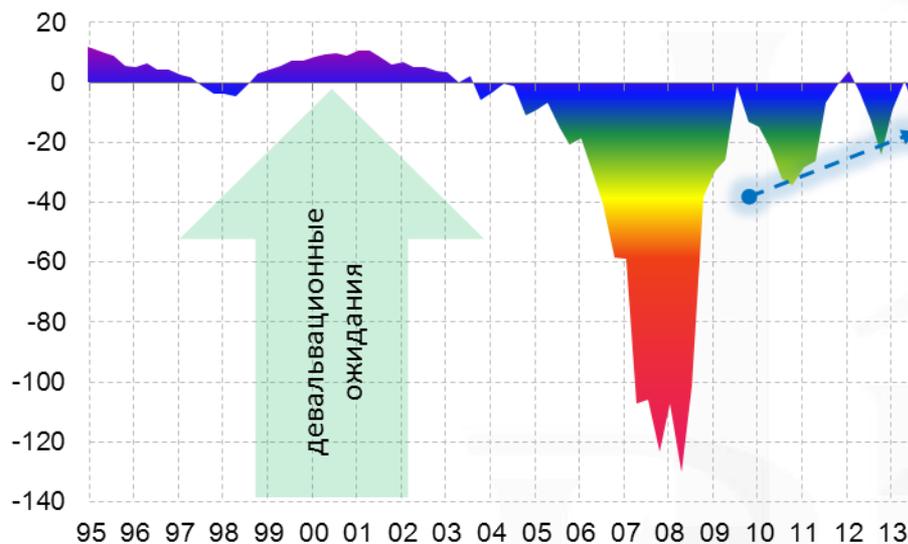


**Основной канал вывода капитала из России в последние четыре года – реальный сектор**

**Сальдо прямых и портфельных инвестиций – устойчиво отрицательное (в лучшем случае – близкое к нулю), рост внешней задолженности замедляется (без учета сделки Роснефти), при этом растет «серый» отток капитала.**

# Банковский сектор - в ожидании девальвации

## МИП банковской системы

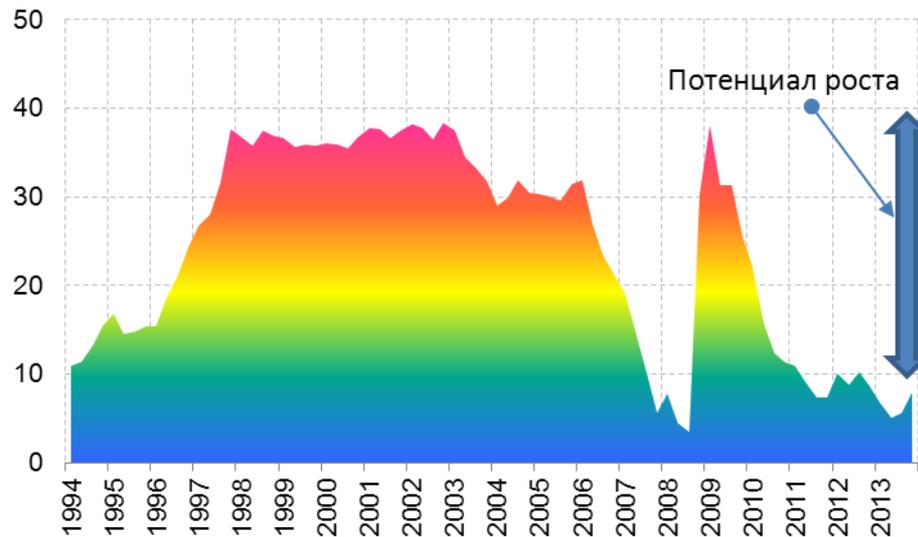


**Чистая международная инвестиционная позиция близка к сбалансированной.**

**Рост девальвационных ожиданий будет способствовать росту положительной чистой МИП.**

# Население нервничает

## Объем наличной валюты



**У населения на руках сейчас около 10 млрд. долл. В период кризиса было 40 млрд. – потенциальный спрос на валюту при резкой девальвации.**

**Задача банковской системы и Банка России удержать вкладчиков от бегства в наличную валюту за счет повышения доверия к банковской системе, в т.ч. за счет усиления роли системы страхования вкладов.**

# Масштабы девальвации

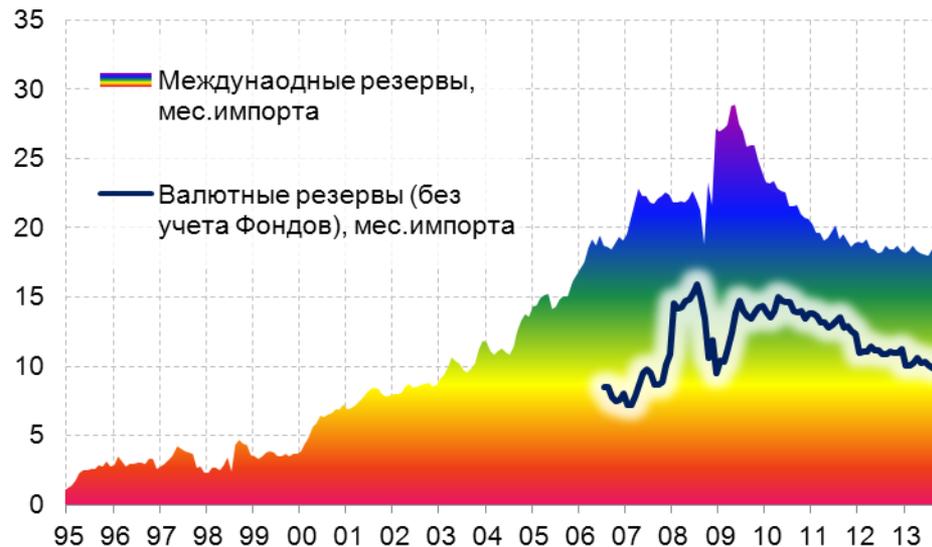
**Дефицит валюты.** Высокий отток капитала в совокупности со снижением профицита по текущему счету могут привести к дефициту валюты в объеме как минимум 70 млрд. долл. в текущем году.

**Вариант 1. Расчет исходя из прошлогодней практики.** С апреля по декабрь прошлого года Банк России потратил 28 млрд. долл. и допустил ослабление курса рубля к бивалютной корзине на 3,2 руб. Получается примерно 1:10 или девальвация на 1 рубль при сокращении резервов на 10 млрд. долл. Если такое соотношение сохранится, то рубль должен девальвироваться в текущем году на 20% или на 7 рублей по отношению к стоимости БВК на начало года.

**Вариант 2. Расчет исходя из правила валютного коридора.** Сейчас действует механизм изменения границ коридора БВК на 5 копеек при достижении накопленным объемом интервенций Банка России 350 млн. долл. Получается 1:7, т.е. обесценение БВК на 10 рублей.

# Резервы ЦБ ограничены

## Резервы денежных властей



**Валютных резервов ЦБ (около 300 млрд. долл.) достаточно, чтобы покрыть 10 месячный импорт (критический уровень – 6 месяцев).**

**При ежегодном дефиците платежного баланса (сумма СТО и чистого оттока) в размере 60-80 млрд. долл. валютных резервов хватит всего на 4-5 лет (до критического уровня – максимум на два года). Переход к плавающему курсу позволит сохранить резервы.**

# Выводы

Сокращение текущего профицита платежного баланса не компенсируется сокращением чистого оттока капитала

В краткосрочной перспективе рубль будет волатильным, для защиты от которой необходимо развивать хеджирование валютных рисков

В среднесрочной перспективе рубль может слабесть темпами не менее 20% в год

Девальвация не сможет устранить долгосрочный дисбаланс, нужны структурные реформы и чистый приток капитала



**СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!**

[www.dcenter.ru](http://www.dcenter.ru)