

**Доклад на Ученом совете  
ИЭП имени Е.Т. Гайдара**

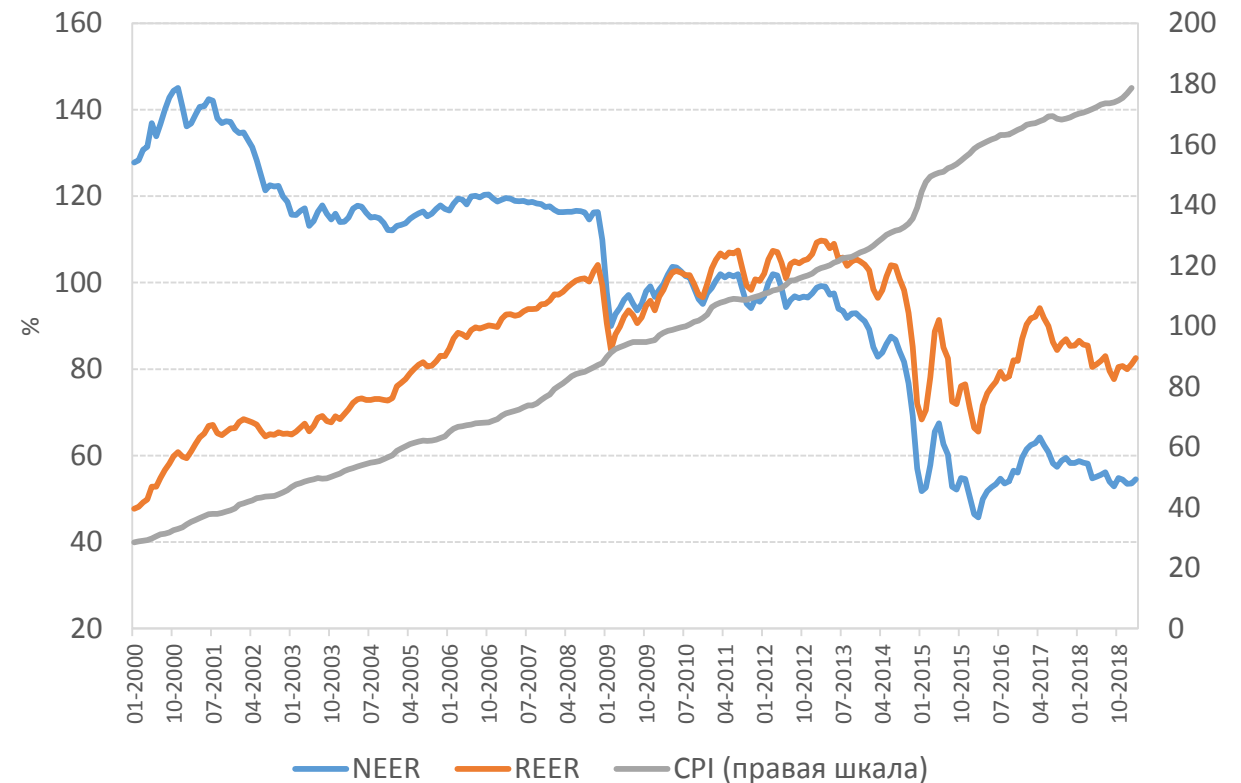
# **Подходы к анализу валютной политики ЦБ РФ**

Божечкова Александра

18 апреля 2019 г.

# Особенности курсообразования в РФ

- В условиях режима фиксированного валютного курса до мирового финансового кризиса укрепление рубля в реальном выражении происходило преимущественно за счет увеличения инфляции
- Важными факторами укрепления реального валютного курса рубля являлись
  - рост относительной производительности труда в РФ (эффект Балассы-Самуэльсона)
  - улучшение условий торговли (рост цен на энергоносители)
- Краткосрочная динамика валютного курса определялась также
  - валютными интервенциями
  - условиями торговли
  - чистым вывозом капитала частным сектором



# Особенности курсообразования в РФ после мирового финансового кризиса

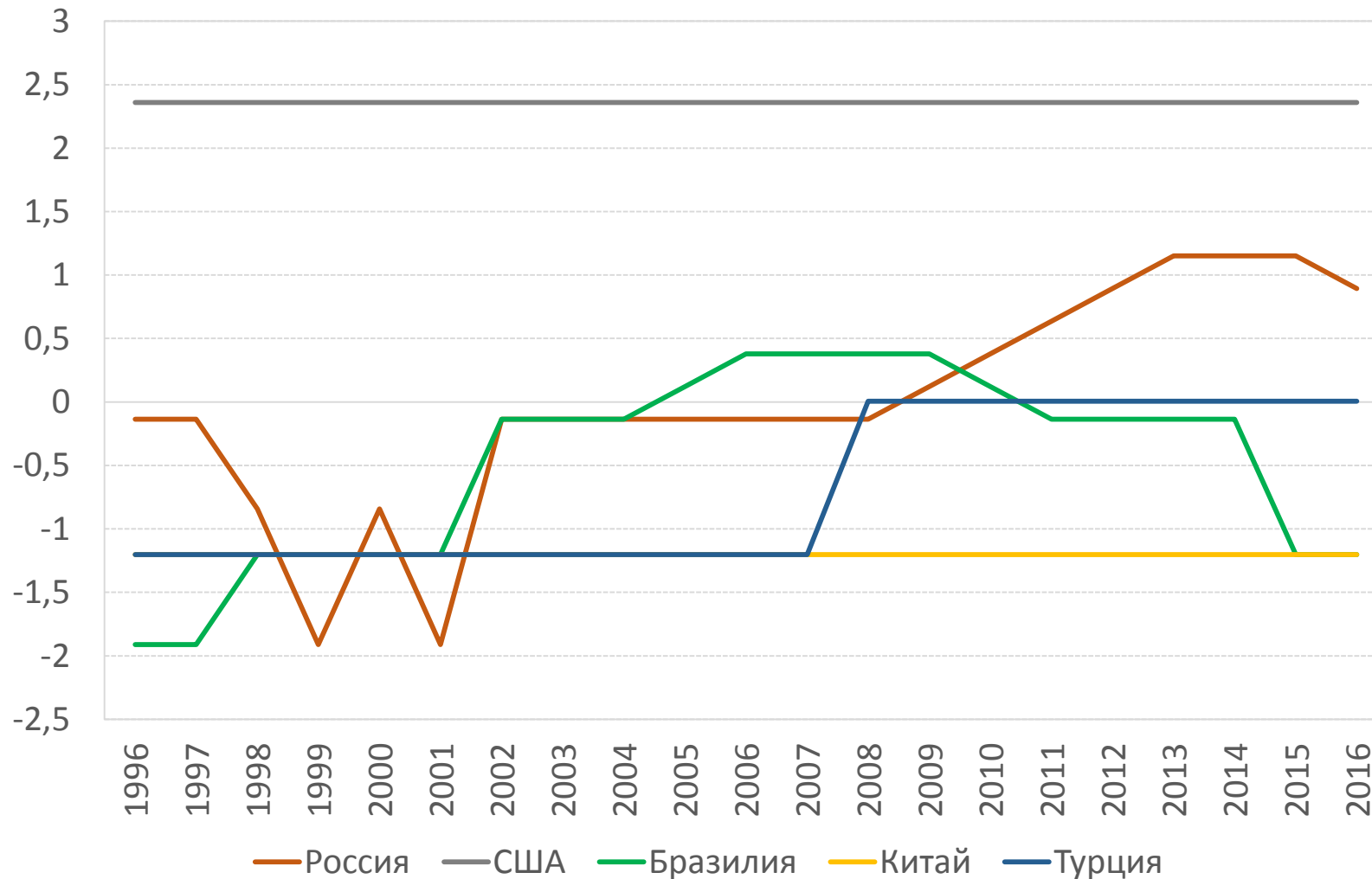
- По мере повышения гибкости механизмов курсообразования и перехода к режиму ИТ большой вклад в колебания реального валютного курса рубля стали вносить колебания номинального курса, а не инфляция
- Среди ключевых факторов номинального курса рубля можно выделить
  - ставки процента в России и за рубежом
    - значительный рост ключевой ставки в РФ в конце 2014 г. и ее медленное снижение
    - ожидания и фактическое ужесточение монетарной политики США
  - условия торговли (сохранение дисбаланса спроса и предложения на мировом рынке нефти)
  - санкции против России и сохранение высоких рисков дальнейшего усиления санкций
  - рост финансовой нестабильности в ряде развивающихся стран (Аргентина, Турция)
  - покупки ЦБ РФ валюты для Минфина России с февраля 2017 г.

# Динамика реального эффективного курса и потребительских цен в ряде стран, экспортирующих сырьевые товары и в Китае

	Саудовская Аравия	Мексика	Китай	Перу	Норвегия	Бразилия	Новая Зеландия	Канада	Россия
Прирост реального эффективного курса национальной валюты за период 2000-2008 гг., %	-24.5	-8.2	4.6	6.7	10.7	18	26.6	27	83.2
Средний ежегодный темп прироста потребительских цен в период 2000-2008 гг., %	1.8	4.8	2.2	2.6	2.1	7.1	2.7	2.3	14.2

Прирост реального эффективного курса национальной валюты за период 2010-2018 гг., %	13.4	-19.0	21.7	21.2	-10.9	-29	2.9	17.7	-15.4
Средний ежегодный темп прироста потребительских цен в период 2010-2018 гг., %	2.7	4.0	2.6	2.9	2.1	6.1	1.6	1.7	7.1

# Индекс финансовой открытости (Chinn, Ito, Journal of Development Economics, 2006)

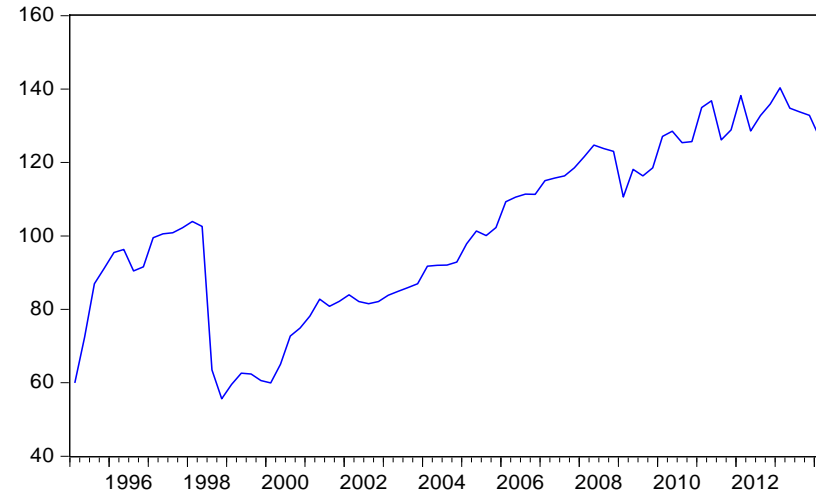


# Ключевые факторы реального валютного курса

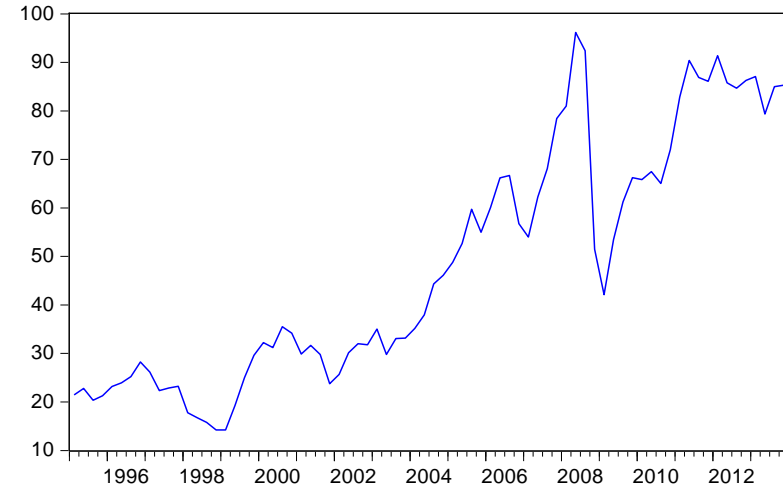
Фактор	Автор	Механизм влияния на реальный курс
Дифференциал производительности труда	Баласса 1964, Самуэльсон 1964 Де Григорио, 1994; Бордо, 2014	Эффект Балассы-Самуэльсона (+)
Условия торговли	Эдвардс, 1989; Де Григорио, 1994; Кашин, 2004	эффект дохода и рост спроса на неторгуемые (+) эффект замещения и рост спроса на импортные товары (-)
Государственные расходы	Эдвардс, 1989; Де Григорио, 1994; Галстян, Лайн, 2008; Фрут, Рогофф, 1991	повышение спроса на неторгуемые товары сектора, рост их относительной цены (+)
Чистые иностранные активы	Эдвардс, 1989; Обстфельд, Рогофф, 1996; Лэйн, Милеси-Феретти, 2004; Кристопоулюс, Генте, 2010	LR: Увеличение чистых иностранных активов приводит к укреплению национальной валюты в результате роста первичных доходов, обусловленных поступлением процентных платежей из-за рубежа (эффект трансферта) (+). SR: отток капитала (-)

# Предварительный анализ данных

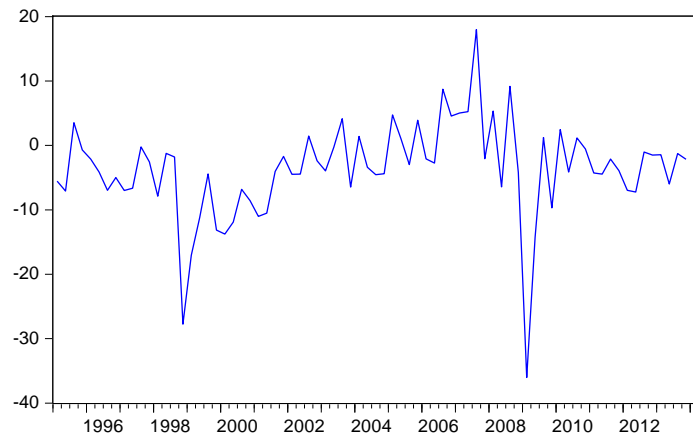
REER



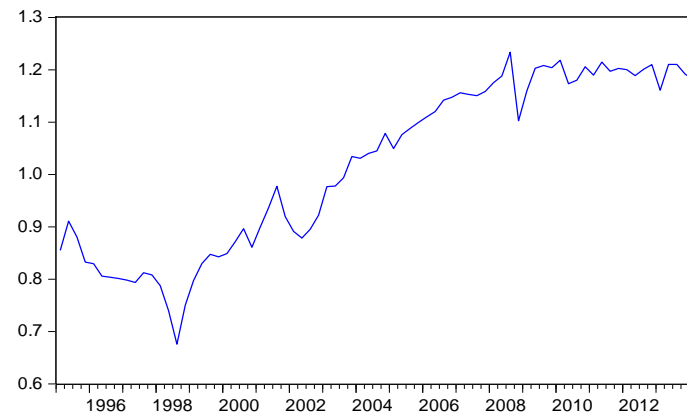
BRENT



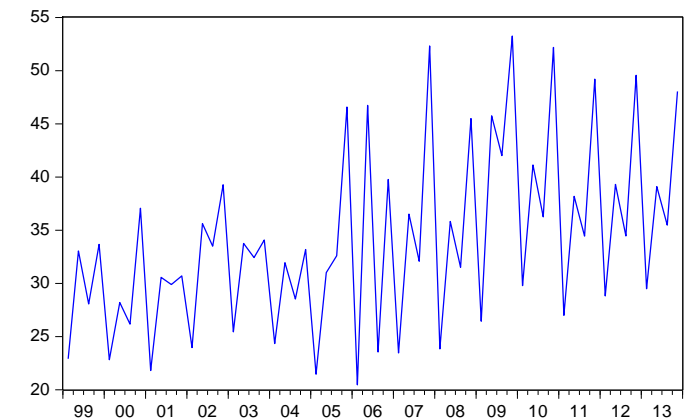
CAP



REL\_PROD\_ALT



GOV\_SPEND\_ALT



# Результаты оценки VECM-модели

Долгосрочное влияние:

	КС
Дифференциал производительности труда	0.975***
Цена на нефть	0.176***
Накопленный чистый отток частного капитала (% к ВВП)	-0.0174***

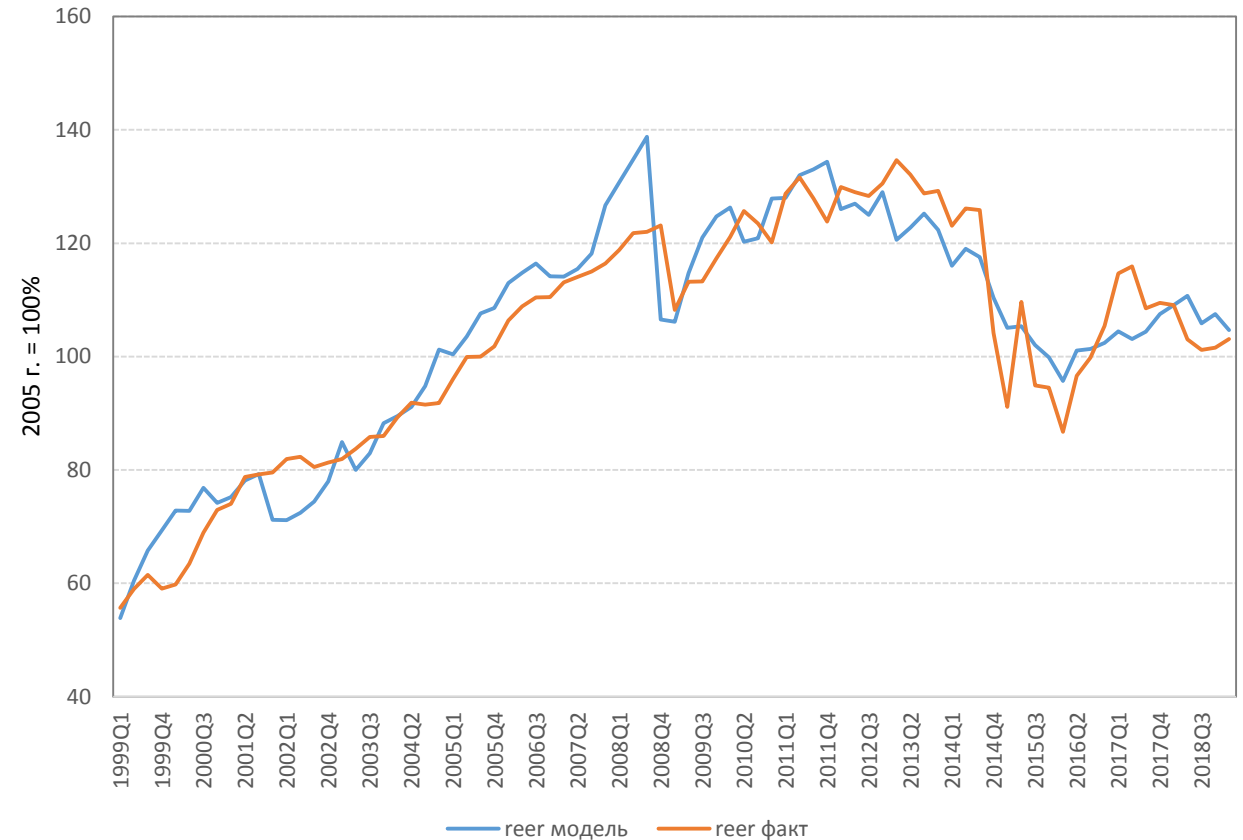
Краткосрочное влияние:

	Модель коррекции ошибок
Коррекция ошибок (-1)	-0.565***
Прирост реального курса (-1)	0.0660
Прирост цены на нефть (-1)	-0,165
Прирост дифференциала производительности труда (-1)	-0,252**
Прирост чистого ввоза частного капитала (% к ВВП)	0.0215
Прирост отношения М2 к ВВП	0,150***
Прирост депозитов Правительства на счетах в ЦБ РФ	-0,0752***
Дамми переменная на 1 кв. 2009 г.	-0,146***
Константа	0.0255***



# Переоценка/недооценка реального эффективного курса рубля

- В 2000-е гг. до мирового финансового кризиса российский рубль был недооценен в связи с политикой ЦБ, направленной на сдерживание его укрепления за счет валютных интервенций
- После мирового финансового кризиса по мере повышения гибкости механизмов курсообразования реальный курс рубля колебался вокруг фундаментально обоснованного уровня
- Реальный эффективный курс рубля был переоценен перед кризисом на валютном рынке 2014 г.
- Переоценка рубля в 2017 г. имела место в условиях повышенного спроса нерезидентов на российские ценные бумаги
- В 2018 г. в условиях ужесточения санкций, а также ухудшения ситуации на всех развивающихся рынках рубль оказался недооцененным



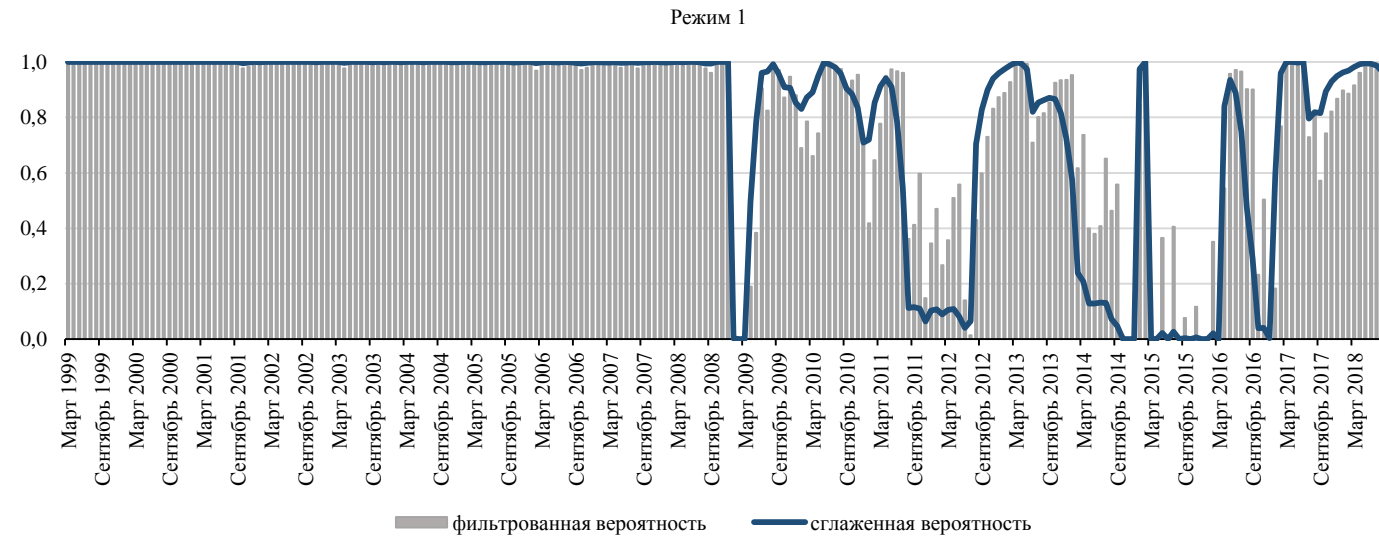
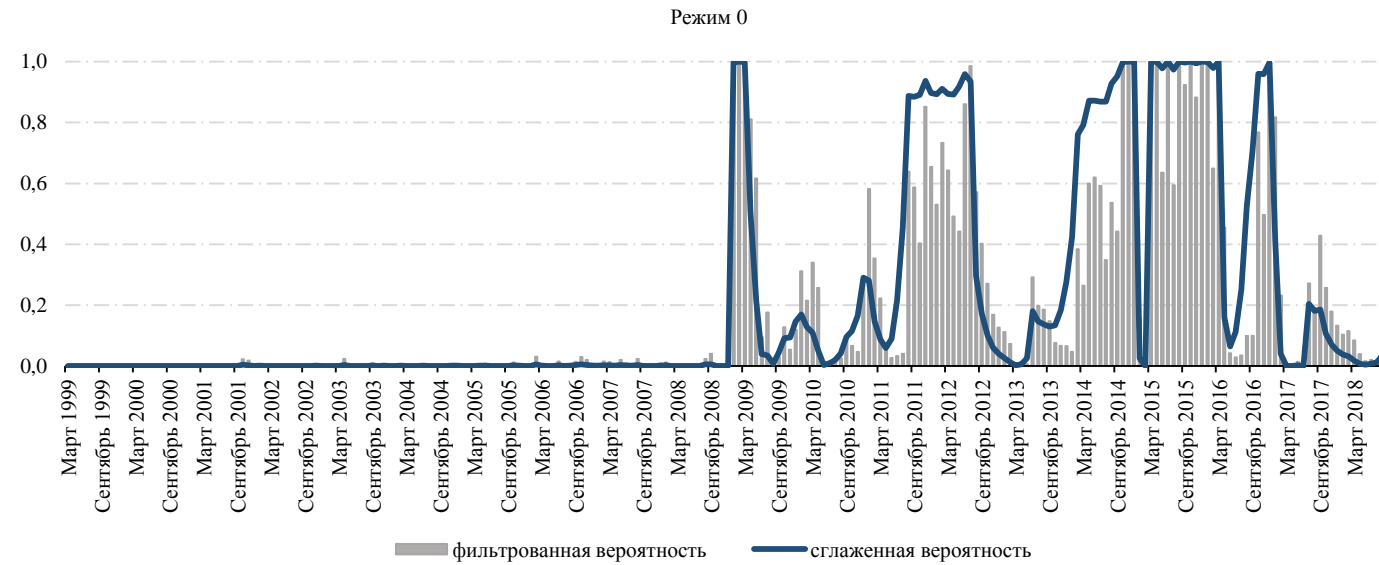
\*Фундаментально обоснованные значения реального эффективного курса рубля определяются исходя из динамики таких факторов, как реальная цена на нефть, относительная производительность труда в России и Германии, отношение чистых иностранных активов частного сектора к ВВП.

# Курс рубля и валютные интервенции Минфина

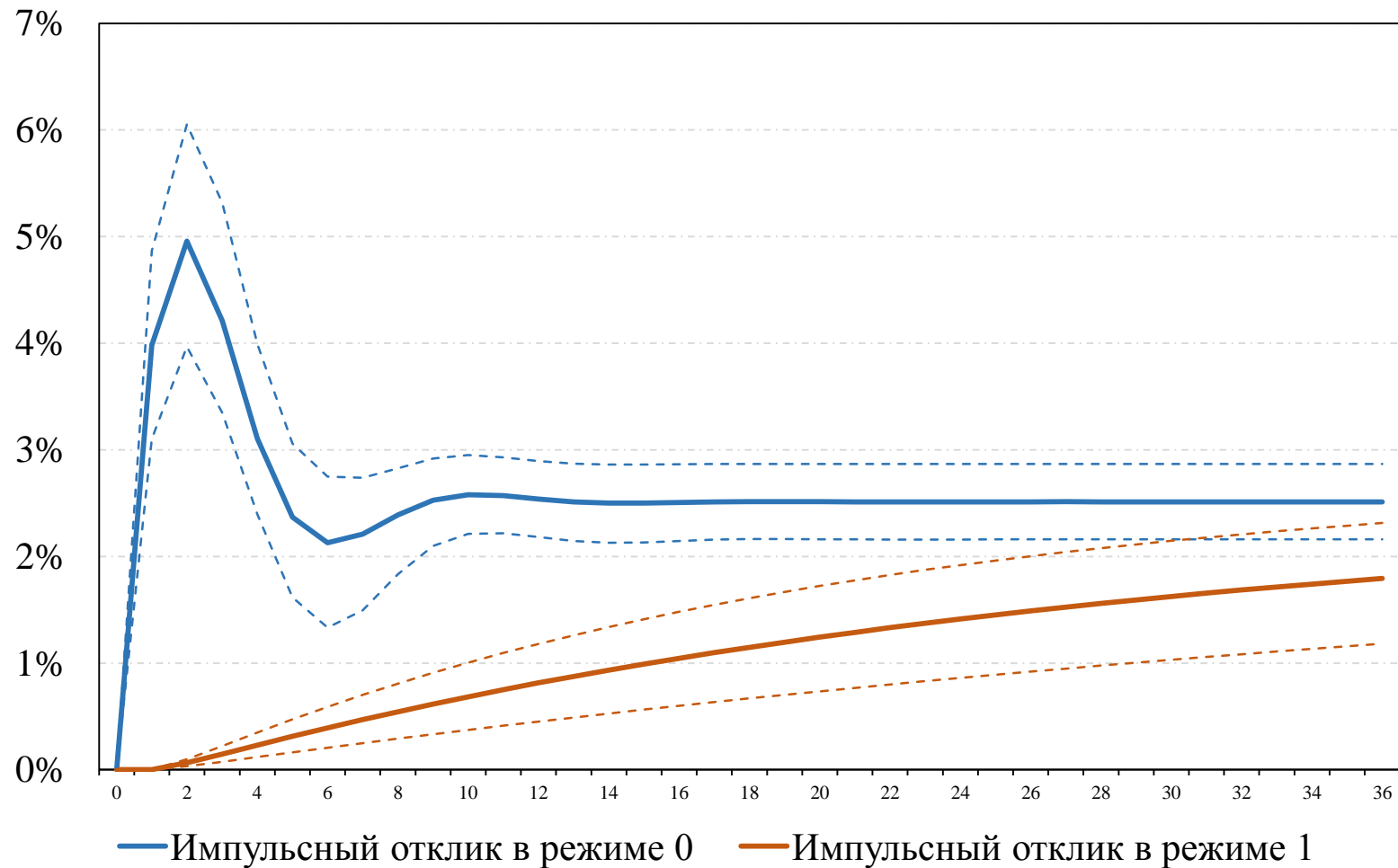
- В условиях функционирования бюджетного правила наблюдалось снижение корреляции между ценой на нефть и курсом рубля (0,99\*\*\* в период янв. 2013 г. – дек. 2016 г., 0,61\*\*\* в фев. 2017 г. – дек. 2018 г.).
- По всей видимости, покупки валюты для Минфина, сдерживают потенциал укрепления рубля.
- В последние годы модель с марковскими переключениями режимов периодически идентифицирует режим негибкого курсообразования, что может быть связано с функционированием нового бюджетного правила (Полбин и соавт., 2019)

\*\*\* - 1%-ый уровень значимости коэффициента корреляции

# Фильтрованная и сглаженная вероятности режимов (Полбин и соавт., 2019)



# Функции импульсных откликов реального обменного курса рубля на 10%-ный перманентный шок нефтяных цен (Полбин и соавт., 2019)



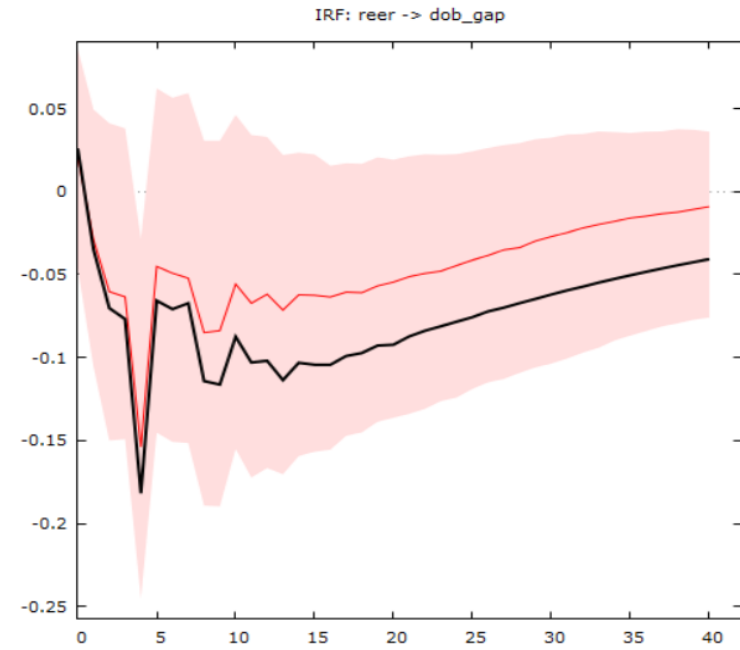
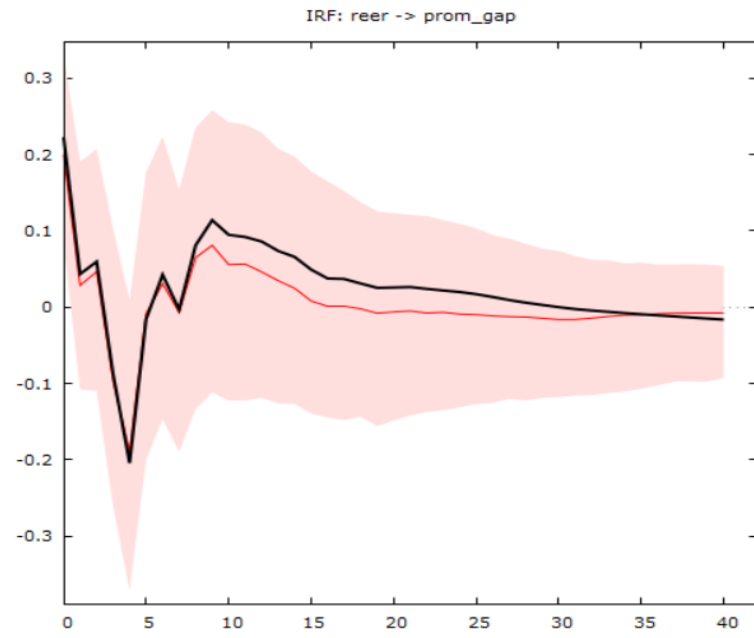
# Реальный курс и экономическая активность




- обесценение нац. валюты стимулирует экономический рост в развивающихся странах и не оказывает значимого влияния на темпы роста развитых стран
  - Rodrik, 2008 (184 страны, 1950-2004); Habib et al. (150 стран, 1970-2010); Aghion et al. 2009 (83 страны; 1960-2000)
- тем не менее, исследования на более детализированных выборках, а также для отдельных стран свидетельствуют о возможности неоднозначного влияния реального курса на экономическую активность через различные каналы, включая конкурентоспособность нац. товаров (-), эффект голландской болезни (-), снижение издержек производителей (+), технологическую модернизацию (+), снижение долгового бремени (+)
- направление и степень влияния укрепления реального курса на экономическую активность существенным образом зависит от источников укрепления: шоки производительности, шоки условий торговли, шоки притока капитала, прочие факторы
  - Bussière et al., 2015; Polbin et al., 2019

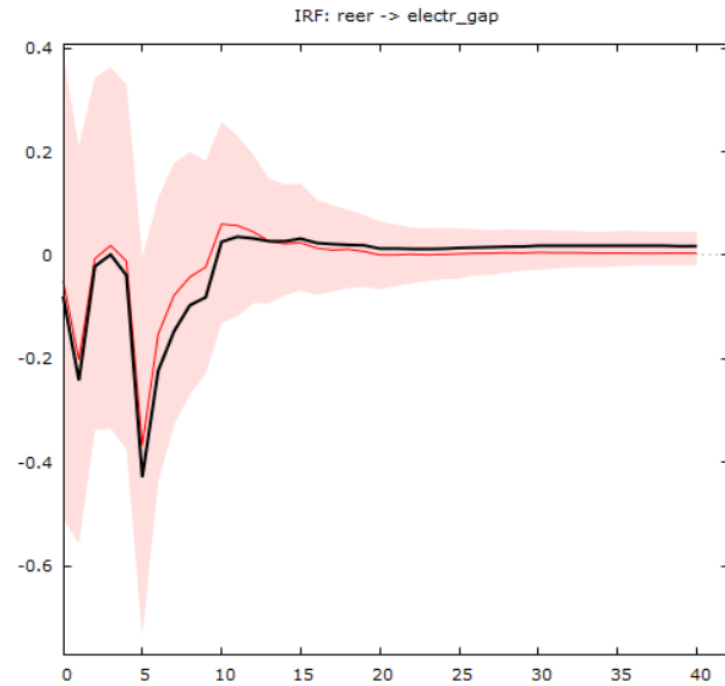
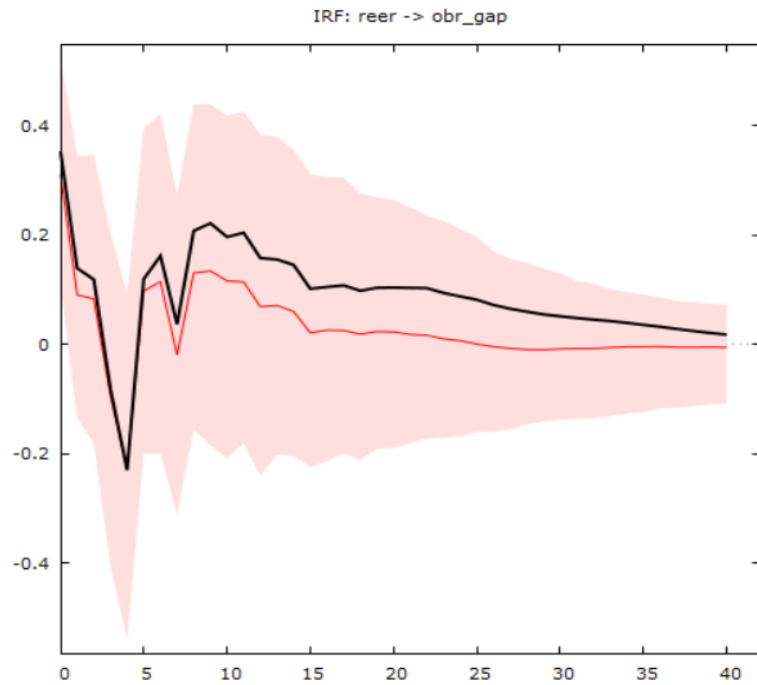
# Реальный курс и экономическая активность (Зубарев, Трунин, 2014)

- Оценки VAR-модели на ежемесячных данных на периодах (2000-2008, 2010-2018 гг.)
- Статистически значимая взаимосвязь между реальным курсом рубля и выпуском российской промышленности отсутствует
- Укрепление рубля в реальном выражении оказывает различное влияние на отрасли российской экономики
  - отрасли, выигрывающие от укрепления рубля (ориентированные в основном на внутренний рынок и использующие импортные комплектующие, в т.ч. автомобильная пром-ть, легкая пром-ть)
  - проигрывающие отрасли (экспортеры, в т.ч. топливно-энергетический комплекс, химическая и нефтехимическая промышленность)

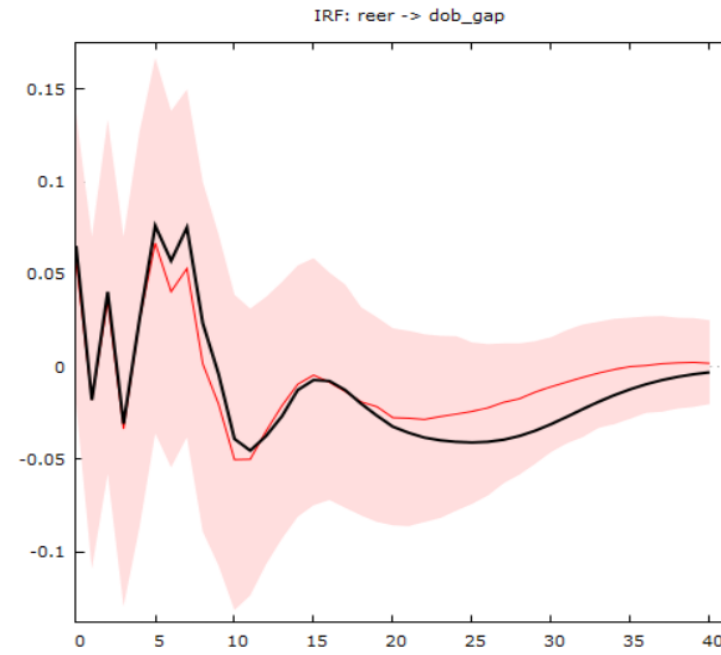
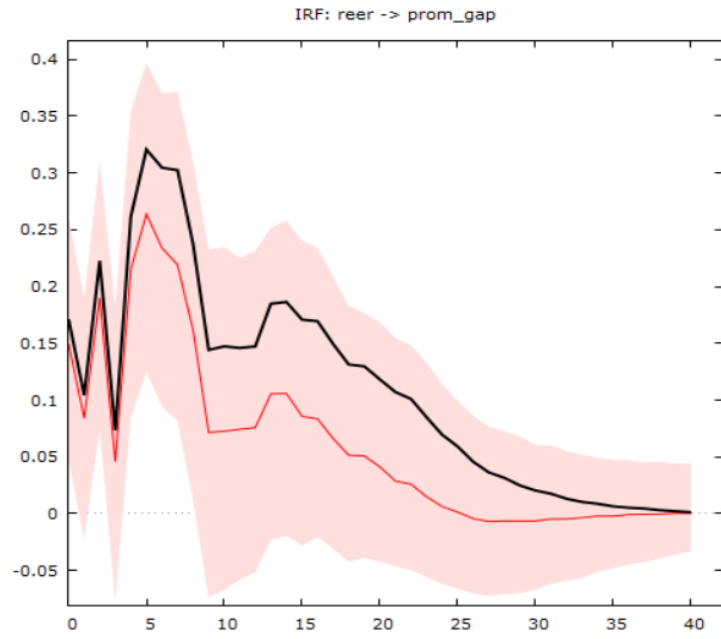
# 2000-2008 гг.






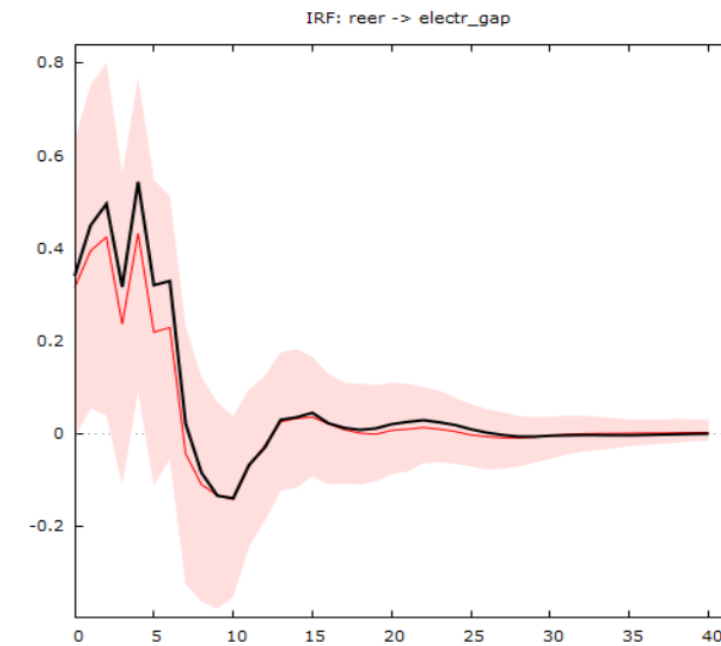
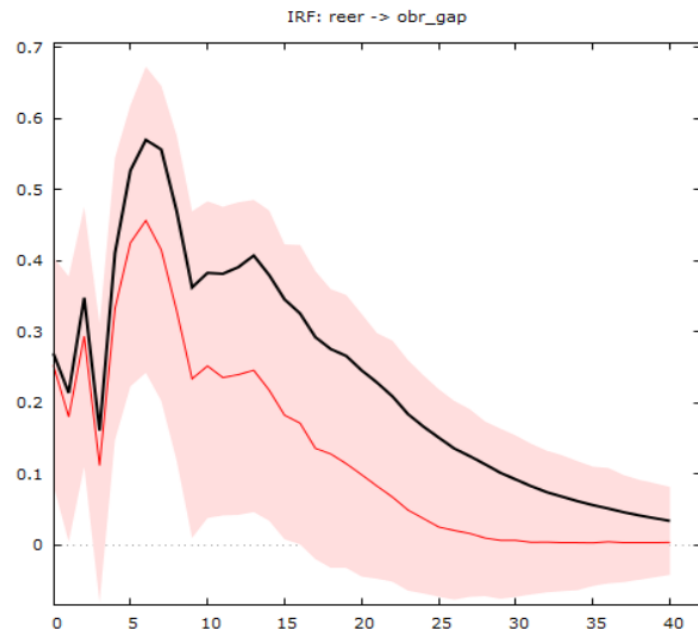
Bstrap 90% CI   
Bstrap median   
IRF 



2010-2018 гг.



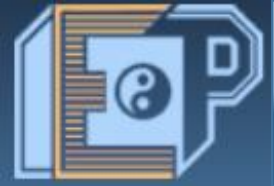
Bstrap 90% CI   
Bstrap median   
IRF 





# Выводы

- В условиях повышения гибкости механизмов курсообразования и перехода к режиму инфляционного таргетирования динамика реального курса реагирует на различные шоки через изменение номинального валютного курса, что обуславливает более быструю подстройку реального курса к долгосрочному равновесию.
- Функционирование бюджетного правила способствует снижению восприимчивости динамики валютного курса к ценам на нефть.
- Все большую роль в процессе курсообразования рубля играет спред процентных ставок в России и за рубежом, оказывающий влияние на входящие и исходящие потоки капитала.
- Степень влияния реального валютного курса на экономическую активность зависит от факторов, определяющих изменение курса (шок производительности, приток капитала и др.), а также от механизмов этого влияния, определяемых уровнем развития финансового сектора, институциональной среды, направления специализации, рынков сбыта и т.д.



**Спасибо за внимание!**