



# ACI Russia eFX Summit 2020

## Факторы валютного курса рубля

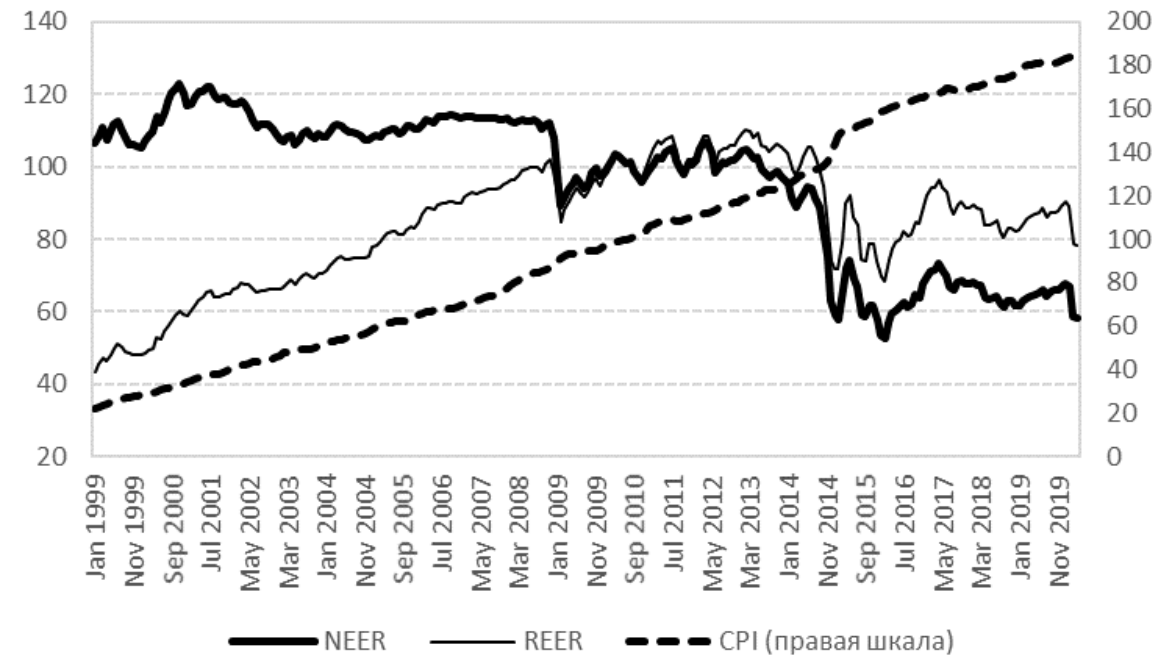
Божечкова Александра,  
к.э.н., зав. лабораторией  
денежно-кредитной  
политики  
Института Гайдара

20 октября 2020 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
  - операции по стерилизации избыточной денежной массы



# 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
  - глобальную неопределенность, перспективы роста мировой экономики
  - условия торговли (дисбалансы спроса и предложения на мировом рынке нефти)
  - ставки процента в России и за рубежом
  - санкции против России и сохранение высоких рисков дальнейшего усиления санкций
  - рост финансовой нестабильности в ряде развивающихся стран
  - покупки/продажи ЦБ РФ валюты для Минфина России

# 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., 0,45 в фев. 2017 г. – дек. 2019 г.).
- 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)
- в 1-3 кварталах 2019 г. недооценка рубля составляла 3-4%, что в условиях отсутствия новых санкций, по всей видимости, связано с интервенциями Минфина России.
- оценки модели валютного курса рубля на ежедневных данных указывают на значимость интервенций Минфина для динамики валютного курса
- при неблагоприятных внешних условиях операции по накоплению суверенных фондов могут быть значительным источником роста курсовой волатильности

# Результаты оценки модели реального валютного курса рубля (DOLS)



$$l RER_t = 2.82 + 0.889 \cdot lrel\_prod_t + 0.410 \cdot lbrent_t - 0.0080 \cdot nfa_t$$

s.e. t      0.291      0.148                      0.065                      0.002

$$R_{adj}^2 = 0.93$$

где  $lrer$  – это логарифм реального валютного курса рубля к доллару (базисный индекс, 1 кв. 2010 г. = 100%),

$lrel\_prod$  – логарифм отношения производительности труда в России к производительности труда США,

$lbrent$  – логарифм реальной цены на нефть марки Brent,

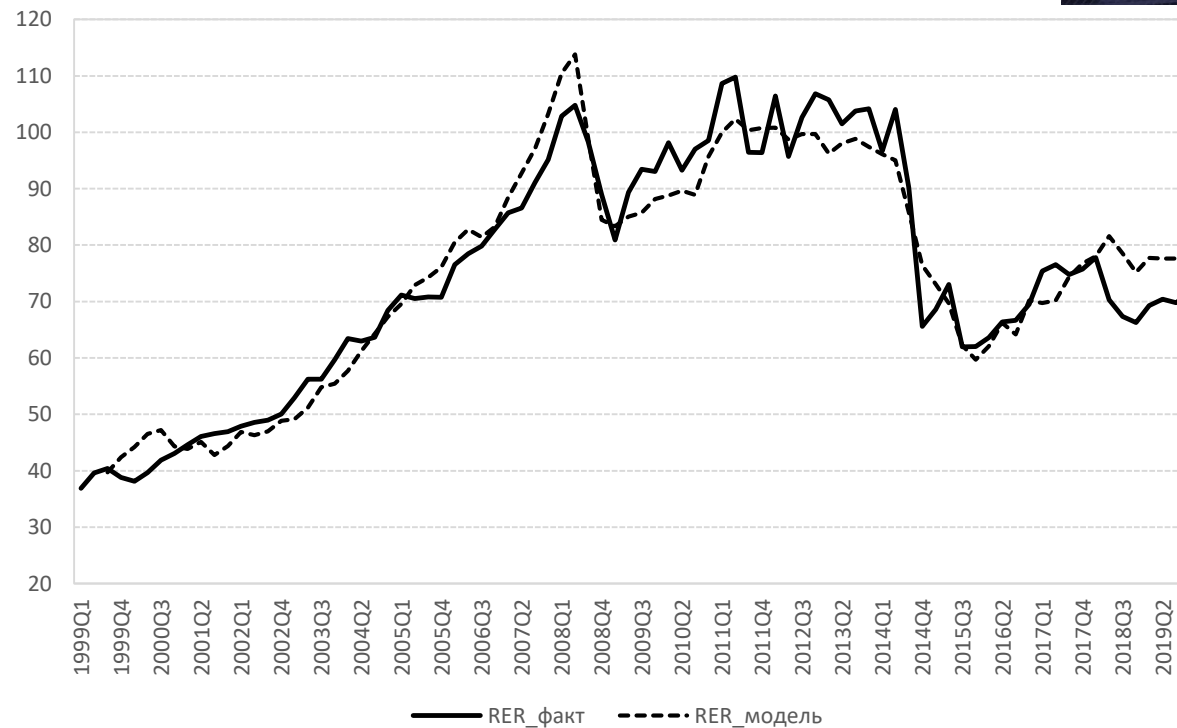
$nfa$  – отношение чистых иностранных активов частного сектора к ВВП (%)

\*Божечкова А.В., Синельников-Мурылев С.Г., Трунин П.В. Факторы динамики обменного курса рубля в 2000-е и 2010-е годы // Вопросы экономики, 2020, №8, стр. 1–18.

# Переоценка/недооценка реального 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 курс рубля был переоценен перед кризисом на валютном рынке 2014 г.
- В среднем недооценка рубля в реальном выражении в 2018-2019 гг. составляла 9,8%, тогда как в 2005 г. – первой половине 2008 г. она составляла 4,6%



\*Фундаментально обоснованные значения реального 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.

# Результаты оценки модели номинального валютного курса рубля (DOLS)



$$\begin{aligned} \ln ER_t = & 5.564 - 1.181 \cdot dummyBP - 0.318 \cdot \ln tot_t + 0.283 \cdot \ln tot_t \cdot dummyBP - \\ & - 0.112 \cdot \ln(i - i^*)_t + 0.0426 \cdot \ln vix_t \\ & \text{s.e. } t \quad 0.311 \quad 0.439 \quad 0.066 \quad 0.112 \quad 0.064 \quad 0.021 \end{aligned}$$
$$R_{adj}^2 = 0.82$$

где  $\ln ER$  – логарифм номинального курса доллара к рублю,  
 $\ln tot$  – логарифм цены на нефть марки Brent,  
 $(i - i^*)$  – логарифм дифференциала однодневных ставок MIACR и LIBOR,  
 $\ln fs$  – индикатор финансовой стабильности ( $vix$ ,  $vix\_Russia$ , MSCI Russia, индекс ММВБ)  
 $DummyBP$  – дамми-переменная на бюджетное правило

\*Божечкова А.В., Синельников-Мурылев С.Г., Трунин П.В. Факторы динамики обменного курса рубля в 2000-е и 2010-е годы // Вопросы экономики, 2020, №8, стр. 1–18.

# Анализ текущей ситуации



- В III квартале 2020 г. курс рубля упал на 14% до 79,68 руб. за доллар в результате
  - усиления геополитических рисков
  - снижения привлекательности российских ОФЗ для нерезидентов в условиях снижения ключевой ставки процента
  - уменьшения интереса инвесторов к активам развивающихся стран в условиях глобальной неопределенности
  - снижения цен на нефть в сентябре до 42,0 долл./бarr., вызванного рисками сжатия спроса на сырье в результате второй волны коронавируса, а также увеличением предложения нефти на мировом рынке
- По нашим оценкам, фундаментально обоснованный курс рубля к доллару в III квартале составлял около 71-72 руб./долл. Это говорит о его существенной недооценке
- В условиях отсутствия новых шоков и стабилизации геополитической ситуации курс рубля может приблизиться к своему фундаментально обоснованному значению
- Продажа валюты ЦБ в течение IV квартала 2020 г. окажет некоторую поддержку рублю





Спасибо за внимание!