



Банк России



ОКТАБРЬ 2021

## ПОЧЕМУ ПЛАВАЮЩИЙ ВАЛЮТНЫЙ КУРС СНИЗИЛ ИНТЕРЕС ДОМАШНИХ ХОЗЯЙСТВ К ВАЛЮТНЫМ ОПЕРАЦИЯМ?

Аналитическая записка

А. Пономаренко

**Алексей Пономаренко**

Банк России, Департамент исследований и прогнозирования

E-mail: [ponomarenkoaa@cbr.ru](mailto:ponomarenkoaa@cbr.ru)

Все права защищены. Содержание настоящей записки выражает личную позицию авторов и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

**Телефоны:** +7 495 771-91-00, +7 495 621-64-65 (факс)

**Официальный сайт Банка России:** [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© **Центральный банк Российской Федерации, 2021**

## Резюме

Долларизация экономики зачастую рассматривается как фактор, сдерживающий переход к режиму свободного курсообразования национальной валюты (fear of floating). В условиях долларизации возникают естественные опасения о том, что острая реакция экономических агентов на курсовые колебания (в частности, увеличение спроса на иностранную валюту в ответ на ослабление национальной валюты) еще больше дестабилизирует валютный рынок. В результате может образоваться своеобразный порочный круг, который поставит под угрозу финансовую стабильность.

Однако при переходе к плавающему курсу рубля данные опасения оказались сильно преувеличенными. Наоборот, связь между курсовыми колебаниями и изменением долларизации депозитов домашних хозяйств ослабла. Этот результат хорошо согласуется с поведенческой теорией, которая предсказывает постепенное падение интереса к спекулятивному поведению на валютном рынке по мере снижения предсказуемости обменного курса. Представляется, что при этом на начальном этапе важную роль сыграли подготовительные шаги по расширению границ валютного коридора и ослаблению контроля за движением валютного курса, которые позволили экономическим агентам заранее постепенно «привыкнуть» к увеличению непредсказуемости изменений курса рубля.

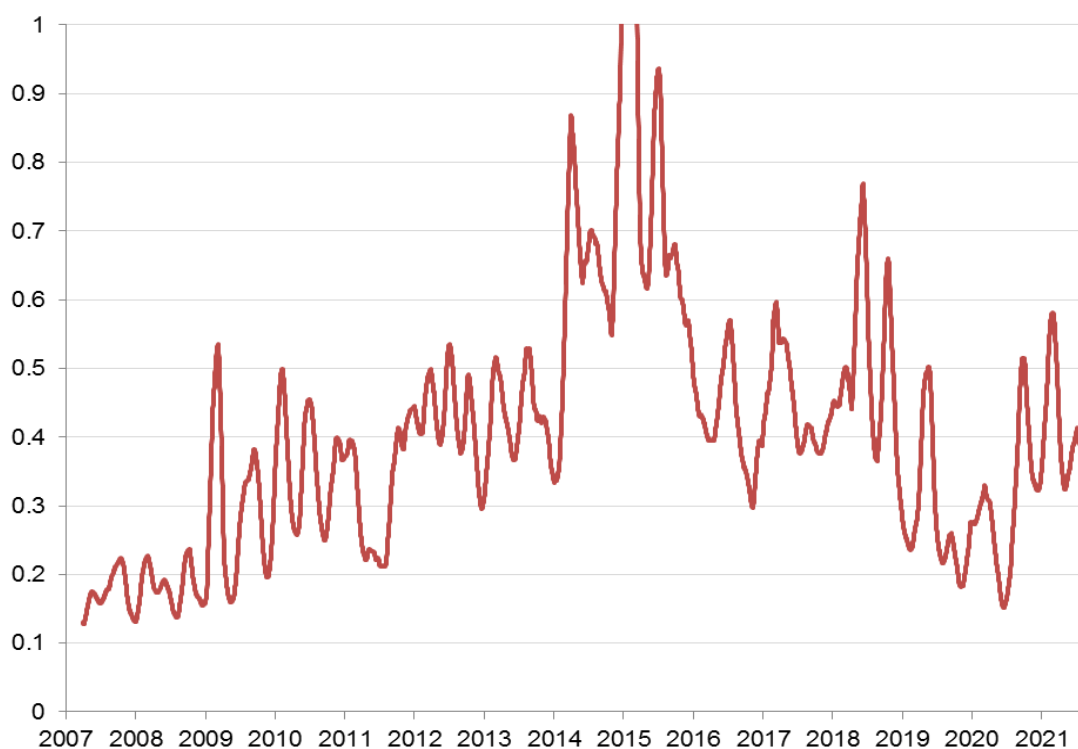
Изменение доминирующей стратегии поведения домохозяйств на валютном рынке в условиях плавающего валютного курса способствовало повышению устойчивости рубля и тем самым укреплению финансовой стабильности. Устойчивый и стабильно низкий уровень долларизации депозитов населения стал залогом эффективной работы процентного канала денежно-кредитной политики. Тем самым политика поддержания устойчиво низкой инфляции (таргетирования инфляции) еще раз доказала свои преимущества в России.

\*\*\*

Российская экономика традиционно характеризуется долларизацией депозитов физических и юридических лиц. Гиперинфляция начала 90-х и валютный кризис 1998 года подорвали доверие к национальной валюте и привели к высокому спросу на депозиты в иностранной валюте в качестве средства сбережений. В последующие годы периоды активного снижения уровня долларизации при укреплении курса рубля сменялись периодами, когда домашние хозяйства вновь обращали свое внимание на валютные депозиты, если курс рубля резко снижался, как это было, например, во время финансового кризиса 2008 года. Этот факт свидетельствует о росте интереса населения к покупке валюты в условиях значительного и направленного движения обменного курса.

Банк России после мирового финансового кризиса 2008–2009 годов начал процесс постепенного повышения гибкости курсообразования путем уменьшения своего присутствия на внутреннем валютном рынке. Одним из последствий этого процесса стало плавное увеличение регулярной волатильности курса рубля относительно волатильности нефтяных цен. Двойной внешний шок – от снижения цен на нефть и роста геополитических рисков – привел к всплеску волатильности курса рубля в 2014–2015 годах, который значительно опередил увеличение волатильности нефтяных цен. В тот момент многие участники финансового рынка высказывали опасения, что переход к свободному плаванию рубля, произошедший в конце 2014 года, приведет к дальнейшему повышению волатильности рубля даже в относительно спокойные периоды. Однако практика показала, что адаптация экономики к работе в режиме свободного плавания обменного курса, в сочетании с последовательным проведением политики таргетирования инфляции, а также введение бюджетного правила привели к снижению относительной волатильности курса рубля к началу 2020 года на уровень конца 2000-х, когда курс рубля колебался в коридоре, который задавал Банк России своими валютными интервенциями (Рисунок 1).

**Рисунок 1.** Отношение реализованной волатильности обменного курса рубля к реализованной волатильности цены на нефть



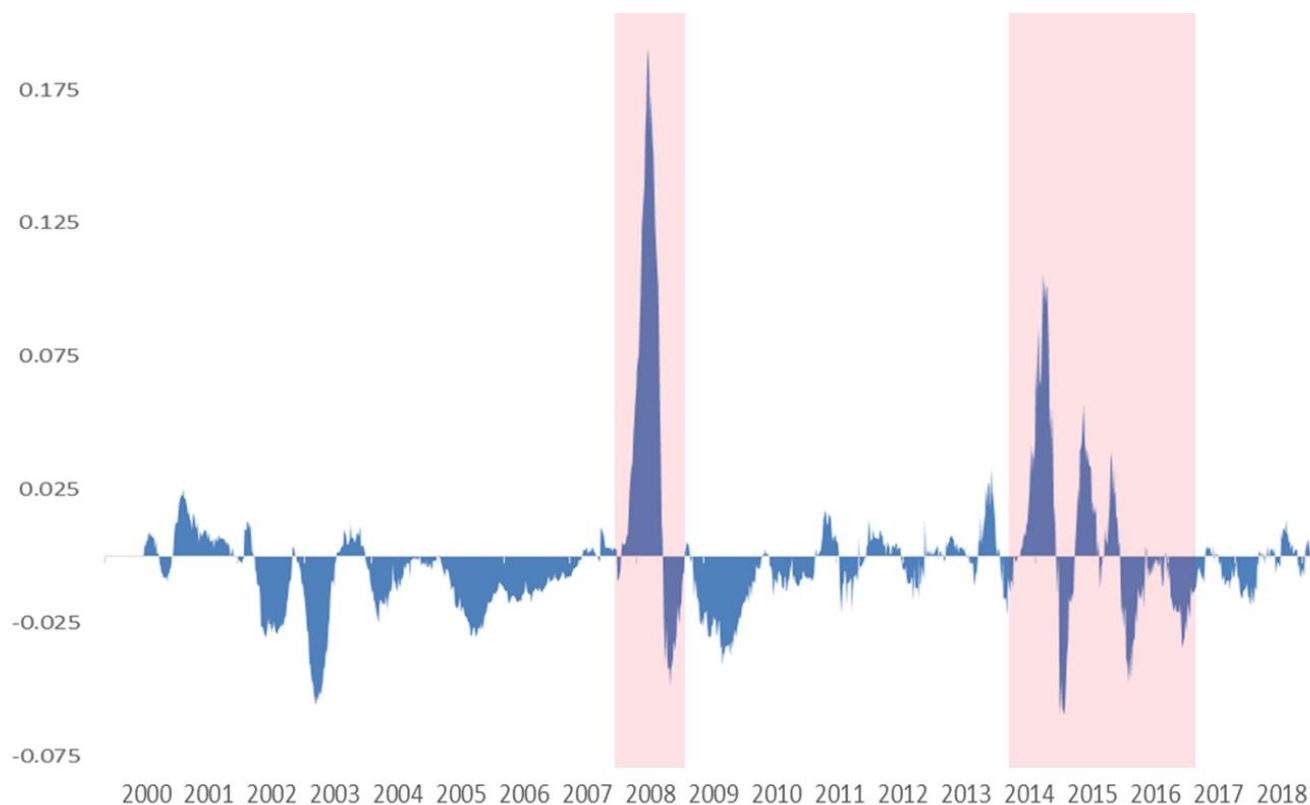
Тем не менее в 2015 году переход к режиму полностью плавающего курса рубля на первых порах привел к росту его волатильности. В результате динамику курса стало сложно предсказать. На этом фоне уровень долларизации депозитов домашних хозяйств в последующие годы перестал реагировать на фактическую динамику валютного курса, волатильность которого, впрочем, также снизилась (Рисунок 2). Начиная с 2017 года доля депозитов домашних хозяйств в иностранной валюте устойчиво сохраняется на уровне около 20%. Он существенно не менялся ни в 2018, ни в 2020 годах, несмотря на эпизоды ослабления курса в эти годы. Такой уровень долларизации депозитов характерен для большого числа экономик с формирующимися рынками<sup>1</sup>.

Это позволяет сделать вывод о том, что поведение домашних хозяйств на валютном рынке изменилось, а относительная привлекательность иностранной валюты снизилась.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> В статье Krupkina and Ponomarenko (2017) показано, что страны с формирующимися рынками могут быть условно разделены на две группы: с низким (10–20%) и высоким (60–80%) уровнями долларизации депозитов.

<sup>2</sup> Вероятно, на эту ситуацию также оказала влияние политика Банка России по девальютизации и сверхмягкая денежно-кредитная политика в США и Еврозоне, которые привели к околонулевым ставкам по депозитам в долларах и евро.

**Рисунок 2.** Приток средств на валютные депозиты домашних хозяйств (отношение скользящей суммы валютных депозитов за период в три месяца к общему объему депозитов), закрашенные области соответствуют периодам повышенной волатильности курса рубля



Подробнее см. *Khabibullin and Ponomarenko (2020)*

Идея о том, что связь между динамикой валютного курса и долларизацией может быть нелинейной, не нова. В частности, у *Varajas and Morales (2003)* и *Kokenyne et al. (2010)* упоминается, что режим управляемого валютного курса способствует большему уровню долларизации, но не приводится модель, на основе которой был сделан такой вывод.

Для анализа влияния режима свободного плавания на долларизацию исследователи Банка России в своей работе (*Khabibullin and Ponomarenko, 2020*) использовали поведенческую модель финансового рынка (*Westerhoff, 2009; Franke and Westerhoff, 2012*). Основная идея данной концепции состоит в том, что экономические агенты выбирают ту стратегию поведения на валютном рынке, которая оказалась более успешной в недавнем прошлом. В качестве альтернативных стратегий рассматривались:

- **Адаптивный экстраполирующий подход**, в рамках которого реализовавшееся обесценение рубля формирует ожидания дальнейшего ослабления.
- **Ожидание возвращения валютного курса к тренду**. Эта стратегия предполагает, что произошедшее обесценение/укрепление рубля формирует ожидания последующего укрепления/обесценения до уровня, наблюдавшегося на протяжении нескольких предыдущих кварталов.

Результаты проведенного анализа показывают, что после перехода к режиму плавающего валютного курса (т.е. к ситуации, когда динамика валютного курса становится менее предсказуемой) адаптивный экстраполирующий подход приводил к ошибочным ожиданиям, и экономические агенты выигрывали от перехода на альтернативную стратегию возврата курса рубля к тренду (Рисунок 3). Представляется, что при этом важную роль сыграли подготовительные шаги по расширению границ валютного коридора и ослаблению контроля за движением валютного курса в 2009-2014 гг., которые позволили экономическим агентам заранее постепенно «привыкнуть» к увеличению непредсказуемости изменений курса рубля. Этот результат также объясняет, почему переход к плавающему валютному курсу стабилизировал, а не усилил колебания в уровне долларизации депозитов.

**Рисунок 3.** Оценка (на основе фактически реализовавшейся успешности альтернативных стратегий) доли экономических агентов, формирующих ожидания относительно курсовой динамики по принципу «возвращение к тренду»



Подробнее см. Приложение А в Khabibullin and Ponomarenko (2020)

Почему же стратегия игнорирования краткосрочных колебаний обменного курса показала себя более успешной при плавающем валютном курсе, в то время как при управляемом режиме валютного курса большей популярностью пользовалась стратегия покупки валюты при ослаблении рубля? Представляется, что в основе этого успеха стратегии лежат несколько факторов. Во-первых, плавающий валютный курс сочетался с политикой таргетирования инфляции, в рамках которого инфляция в России была успешно снижена до исторических минимумов и затем удерживалась вблизи 4%. Низкая инфляция – залог долгосрочной устойчивости валютного курса, так как покупательная способность национальной валюты при низкой инфляции снижается медленно. Во-вторых, реализация бюджетного правила позволила компенсировать большую часть колебаний спроса и предложения валюты, вызванных колебаниями нефтяных цен. Иными словами, курс рубля в значительной степени «отвязался» от цен на нефть. Тем самым риски резкого и предсказуемого ослабления валюты значительно снизились по сравнению с режимом управляемого валютного курса, даже в случаях резкого проседания цен на нефть.

Наконец, денежно-кредитная политика поддерживала (за исключением временного перехода к мягкой ДКП во 2 квартале 2020 – 1 квартале 2021 года) значимо положительные реальные процентные ставки в экономике, в том числе по рублевым вкладам. Это защищало рублевые вклады от обесценения в реальном выражении, что обеспечивало их привлекательность как консервативного средства сбережения.

### **Выводы**

Изменение доминирующей стратегии поведения домохозяйств на валютном рынке в условиях плавающего валютного курса способствовало повышению устойчивости рубля и тем самым укреплению финансовой стабильности. Устойчивый и стабильно низкий уровень долларизации депозитов населения стал залогом эффективной работы процентного канала денежно-кредитной политики. Тем самым политика поддержания устойчиво низкой инфляции (таргетирования инфляции) доказала свои преимущества в России.



## Литература

Barajas, A., Morales, R.A. (2003) Dollarization of liabilities: beyond the usual suspects. IMF Working Paper 03/11.

Franke, R., Westerhoff, F. (2012). Structural stochastic volatility in asset pricing dynamics: Estimation and model contest. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 36, 1193–1211.

Khabibullin, R., Ponomarenko, A. (2020). An empirical behavioral model of households' deposit dollarization. Bank of Russia working paper series, № 67.

Kokenyne, A., Ley, J., Veyrone, R. (2010). Dedollarization, IMF Working Paper 10/188.

Krupkina, A., Ponomarenko, A. (2017). Deposit dollarization in emerging markets: modelling the hysteresis effect. *Journal of Economics and Finance*, 41(4), 794–805.

Westerhoff, F. (2009) Exchange rate dynamics: a nonlinear survey. In: Rosser Jr., J.B.(Ed.), *Handbook of Research on Complexity*, Edward Elgar, Cheltenham, 287–325.