

Платёжный баланс

3. Взаимосвязь курса рубля и цен на нефть

В последнее время всё больше стали говорить о снижении зависимости курса рубля от нефтяных цен. Однако наш анализ взаимосвязи обменного курса рубля и нефтяных цен этого не подтверждает.

В первой декаде мая котировки российской нефти снизились до 45 долл./барр., минимального уровня с конца ноября 2016 года. Валютный рынок отреагировал ослаблением рубля – котировки доллара превысили 58 рублей (рис. 3.1 и 3.2). В последующие дни участники рынка ожидали продления заморозки добычи нефти странами ОПЕК+ ещё на девять месяцев, что привело к росту котировок барреля нефти (по состоянию на 22 мая они вплотную приблизились к 52 долларам) и укреплению рубля до 56 руб./долл. Таким образом, рост нефтяных цен почти на 7 долларов сопровождался снижением обменного курса (укреплением рубля) всего на 2 рубля. **Эластичность курса по нефти составила -0,3** (рис. 3.2): при увеличении цен на нефть на 10 долл./барр. обменный курс снижается на 3 руб./долл.⁵

Аналогичным образом можно рассчитать эластичность в предыдущие периоды спада и роста котировок (выбор поворотных точек проводился экспертным образом). Так, спад нефтяных цен со второй половины апреля до начала мая характеризовался эластичностью курса примерно на том же уровне (-0,27, рис. 3.2). Эластичность курса в период роста нефтяных цен с середины марта на протяжении почти месяца оказалась по своему значению в два раза выше (-0,56). В период спада нефтяных цен в феврале-марте с максимального внутригодового уровня 55 долл./долл. (21 февраля) до 48 долл./барр. (14 марта) обменный курс изменился с 57,4 до 59,2 руб./долл. (эластичность равна -0,26). Рост нефтяных цен с 40 до 54 долл./барр. в конце прошлого – начале текущего года, основой которого стало декабрьское решение ОПЕК+ о заморозке добычи нефти, привело к

⁵ Возможно, это не совсем правильно так измерять эластичность, но так проще для понимания.

Рис. 3.1. Динамика котировок рубля и нефти



Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 3.2. Эластичность курса рубля по нефти



Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

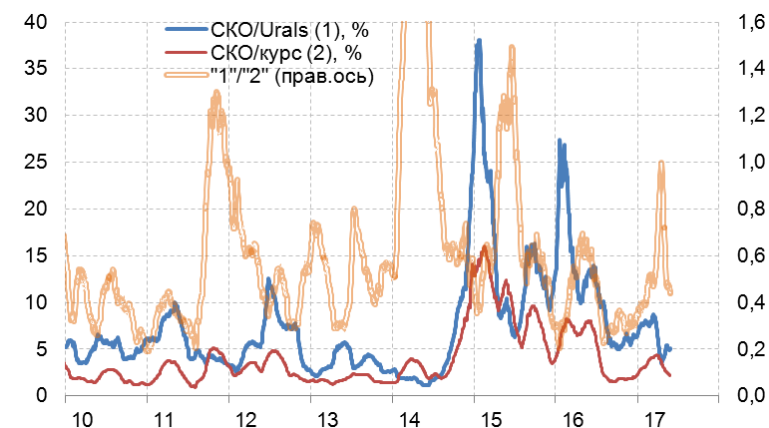
укреплению рубля с 66 до 59 руб./долл. (эластичность $-0,47$). Иными словами, **зависимость обменного курса от нефтяных цен несколько меняется со временем и зависит от выбора локальных экстремумов**, но говорить о ее (зависимости) исчезновении не приходится.

Мы ограничились рассмотрением взаимосвязи курса и нефти на краткосрочном периоде, поскольку **правила игры стали меняться** по мере укрепления рубля. Сначала Минфин начал скупать валюту на внутреннем рынке, а в последний месяц Банк России заявил о возможном возобновлении интервенций для пополнения международных резервов. К этому можно добавить словесные интервенции первых лиц государства и различных министерств в пользу более слабого рубля. В какой-то мере все эти действия оказали влияние на снижение чувствительности курса к волатильности на нефтяном рынке (эластичность снизилась с уровня $-0,5$ в начале года до $-0,3$ в мае).

Чтобы абстрагироваться от проблемы локальных экстремумов и действий финансовых властей, была рассмотрена **волатильность рынков на плавающем 100-дневном периоде**. На рисунке 3.3 представлено стандартное среднеквадратичное отклонение (или СКО, как простейший способ измерения волатильности) в процентном отношении к текущим значениям нефтяных котировок и обменного курса. По состоянию на конец прошлой недели, значение СКО обменного курса составило 1,3 руб./долл., или 2,2% к уровню котировок. Это меньше, чем в конце марта, но выше показателей предыдущих лет. При этом надо иметь в виду, что значения СКО нефтяных котировок в последние пару месяцев опускались на минимальный уровень с сентября 2014 г. Другими словами, отношение СКО по курсу и нефти остаётся по-прежнему высоким. Как говорил великий Эйнштейн, **все относительно**.

Сергей Пухов

Рис. 3.3. Стандартное отклонение обменного курса и нефтяных котировок



Примечание. СКО рассчитано на периоде 100 торговых дней.

Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.