

Международный научно-исследовательский журнал

«Прогрессивная экономика»

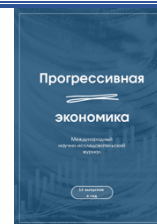
№ 5 / 2026 https://progressive-economy.ru/vypusk_1/nezhidannaya-komponenta-reshenij-banka-rossii-i-reakciya-kursa-rublya-priznaki-asimmetrii-valyutnogo-kanala-denezhno-kreditnoj-politiki/

Научная статья / Original article

Шифр научной специальности ВАК: 5.2.4

УДК 336.711:339.743

DOI: 10.54861/27131211_2025_5_325



НЕОЖИДАННАЯ КОМПОНЕНТА РЕШЕНИЙ БАНКА РОССИИ И РЕАКЦИЯ КУРСА РУБЛЯ: ПРИЗНАКИ АСИММЕТРИИ ВАЛЮТНОГО КАНАЛА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

*Чудопал Н.А., аспирант, Сибирский федеральный университет, г.
Красноярск, Россия*

660041, г. Красноярск, Свободный проспект, д. 79

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8047-4446>

e-mail: nchudopal@yandex.ru

Аннотация. В статье рассматривается реакция курса рубля на решения Банка России по ключевой ставке с учетом различия между фактическим изменением ставки и неожиданной компонентой решения. Проблема исследования состоит в том, что прямое сопоставление изменения ставки с последующим движением курса способно исказить интерпретацию валютного канала денежно-кредитной политики. Повышение ставки часто происходит уже после усиления инфляционного, санкционного или валютного давления, поэтому фактическое решение регулятора не всегда является чистым монетарным шоком. Цель статьи заключается в проверке того, получает ли подтверждение симметричная реакция рубля на более жесткие и более мягкие, чем ожидалось, решения Банка России. Гипотеза исследования состоит в том, что реакция рубля на неожиданные ужесточения и смягчения денежно-кредитной политики не является зеркальной. Методология основана на событийном анализе заседаний Совета директоров Банка России, расчете неожиданной компоненты как отклонения фактического изменения ключевой ставки от консенсус-прогноза аналитиков и регрессиях, оцененных МНК с робастными стандартными ошибками. Зависимая переменная представлена изменениями курсов USD/RUB, EUR/RUB, CNY/RUB и индексом FX_combo на горизонтах 1, 5, 10 и 30 дней. Результаты показывают, что фактические повышения ставки часто совпадали с ослаблением рубля, отражая эндогенность решений Банка России. При переходе к неожиданной компоненте более жесткие решения на коротких горизонтах чаще связаны с укреплением рубля, тогда как более мягкие решения не дают устойчивого зеркального ослабления. Научная новизна состоит в акценте на первом участке валютного канала: от монетарного решения к курсовой реакции. Практическая значимость заключается в более точной интерпретации процентных решений Банка России при высокой роли ожиданий и режимных сдвигов валютного рынка.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, ключевая ставка, валютный канал, курс рубля, Банк России, асимметрия, событийный анализ.

Конфликт интересов. Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Для цитирования: Чудопал Н.А. Неожиданная компонента решений Банка России и реакция курса рубля: признаки асимметрии валютного канала денежно-кредитной политики // Прогрессивная экономика. 2026. № 5. С. 325–343. https://doi.org/10.54861/27131211_2026_5_325.

Статья поступила в редакцию: 17.04.2026 г. Одобрена после рецензирования: 21.05.2026 г. Принята к публикации: 23.05.2026 г.

UNEXPECTED COMPONENT OF BANK OF RUSSIA DECISIONS AND THE RUBLE EXCHANGE RATE RESPONSE: EVIDENCE OF ASYMMETRY IN THE MONETARY POLICY EXCHANGE RATE CHANNEL

*Chudopal N.A., Postgraduate Student, Siberian Federal University,
Krasnoyarsk, Russia*

660041, Krasnoyarsk, Svobodny Prospekt, Bldg. 79

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8047-4446>

e-mail: nchudopal@yandex.ru

Abstract. The article examines the response of the ruble exchange rate to Bank of Russia key rate decisions, distinguishing between the actual rate change and its unexpected component. The research problem is that a direct comparison of rate changes and exchange rate movements may distort the monetary policy exchange rate channel. Since rate hikes often occur after inflationary, sanction-related or currency pressure has intensified, the actual decision cannot always be treated as a monetary shock. The purpose is to test whether the ruble responds symmetrically to tighter-than-expected and softer-than-expected Bank of Russia decisions. The hypothesis is that the response to unexpected tightening and easing is not mirror-like. The methodology combines event-study analysis of Bank of Russia Board meetings, calculation of the unexpected component from the analysts' consensus forecast, and OLS regressions with robust standard errors. The dependent variable includes USD/RUB, EUR/RUB, CNY/RUB and FX_combo changes over 1-, 5-, 10- and 30-day horizons. The results show that actual rate hikes coincided with ruble depreciation, reflecting policy endogeneity. With the unexpected component, tighter-than-expected decisions are associated with short-term ruble appreciation, while softer-than-expected decisions do not produce stable mirror depreciation. The scientific novelty is the focus on the first segment of the exchange rate channel: from the policy decision to the exchange rate response. The practical significance is a more accurate interpretation of Bank of Russia rate decisions when expectations and exchange rate regimes are important.

Keywords: monetary policy, key rate, currency channel, ruble exchange rate, Bank of Russia, asymmetry, event analysis.

JEL classification: E52, E58, F31, C32.

Conflict of interest. The author declares that there is no conflict of interest.

For citation: Chudopal N.A. (2026). Neozhidannaya komponenta reshenii Banka Rossii i reaktsiya kursa rublya: priznaki asimmetrii valyutnogo kanala denezhno-kreditnoi politiki [Unexpected component of Bank of Russia decisions and the ruble exchange rate response: evidence of asymmetry in the monetary policy exchange rate channel]. *Progressivnaya ekonomika [Progressive Economy]*, 5, 325–343. https://doi.org/10.54861/27131211_2026_5_325. (In Russ., abstract in Eng.)

The article was submitted to the editorial office: 17/04/2026. Approved after review: 21/05/2026. Accepted for publication: 23/05/2026.

Введение

В российской экономике валютный канал денежно-кредитной политики играет роль, которую трудно переоценить. Курс рубля влияет не только на внешнеторговый баланс, но и на инфляционные ожидания населения и бизнеса, на стоимость импортных товаров, на наполнение бюджета и, в конечном итоге, на общую финансовую устойчивость страны. В условиях высокой зависимости от сырьевого экспорта и периодических внешних шоков этот канал становится одним из ключевых механизмов, через которые решения Банка России транслируются в реальную экономику.

На первый взгляд всё выглядит логично и предсказуемо. Согласно стандартной модели открытой экономики, повышение ключевой ставки должно повышать привлекательность рублёвых активов по сравнению с иностранными, стимулировать приток капитала и тем самым поддерживать укрепление национальной валюты. Снижение ставки, напротив, снижает доходность и создаёт давление на курс в сторону ослабления. Однако эта красивая схема работает гладко лишь при наличии свободного движения капитала, устойчивого доверия к политике регулятора и отсутствии доминирующей роли риск-премии над процентным дифференциалом. В реальной жизни эти условия выполняются далеко не всегда.

Российская практика последних лет наглядно показывает, насколько сильно может исказиться картина. Повышение ключевой ставки Банком России довольно часто происходило уже в условиях усилившегося валютного или инфляционного давления. В таких случаях последующее ослабление рубля – это не результат действия ставки, а скорее предпосылка, которая заставила регулятора ужесточить политику. Получается классическая проблема обратной причинности: мы видим связь, но не можем быть уверены, что именно ставка вызывает изменение курса, а не наоборот. Именно поэтому анализ валютного канала требует более тонкого инструмента – отделения

ожидаемой части решения от той новой информации, которую оно несёт рынку.

Ситуация заметно усложнилась после 2022 года. Масштабные санкции, ограничения на трансграничные операции, уход значительной части иностранных инвесторов и радикальная перестройка валютной инфраструктуры изменили саму среду, в которой работает процентный сигнал. Классическая цепочка «ставка – доходность активов – движение капитала – курс» уже не объясняет динамику рубля в достаточной степени. При этом валютный канал не исчез, а просто стал более многогранным, зависящим от ожиданий участников рынка, уровня риск-премии, торговых потоков и бюджетных операций.

В связи с этим цель статьи – проверить, является ли реакция курса рубля на более жёсткие и более мягкие, чем ожидалось, решения Банка России симметричной. Для её достижения поставлены три конкретные задачи. Первая – показать, почему событийный подход с использованием неожиданной компоненты решения даёт более чистую картину монетарного импульса, чем простое сопоставление фактических изменений ставки. Вторая – построить систему зависимых переменных, включающую курсы USD/RUB, EUR/RUB, CNY/RUB и агрегированный индекс на горизонтах от одного до тридцати дней. Третья – сопоставить описательную статистику и регрессионные оценки, полученные по фактическим решениям и по отклонениям от консенсус-прогнозов аналитиков.

Гипотеза, которую мы проверяем, заключается в следующем: реакция рубля на неожиданные ужесточения и смягчения денежно-кредитной политики не является зеркальной. Более жёсткие, чем ожидалось, решения, скорее всего, будут ассоциироваться с краткосрочным укреплением рубля, тогда как более мягкие решения не обязательно вызовут сопоставимое по силе обратное движение. Такая асимметрия может объясняться сразу несколькими факторами – от предварительной переоценки ожиданий рынком до особенностей коммуникации Банка России и изменившейся роли финансового счёта в новых условиях. Понимание этой незеркальности важно не только для академического анализа, но и для более точной интерпретации решений регулятора на практике.

Обзор литературы

Теория денежно-кредитной трансмиссии обычно выделяет несколько каналов воздействия центрального банка на экономику: процентный, кредитный, балансовый, канал ожиданий и валютный канал. В классической логике финансовые рынки пересчитывают доходности активов после изменения ставки, затем новые финансовые условия передаются в спрос, выпуск, цены и курс. При этом уже базовые работы по кредитному каналу показывают: реакция экономики не сводится к механическому изменению

стоимости денег. Финансовые ограничения и качество балансов заметно влияют на силу передачи процентного сигнала [1].

Современная литература все чаще рассматривает асимметрию не как редкое отклонение от модели, а как обычное свойство денежно-кредитной политики. S. Tenreiro и G. Thwaites показывают, что сила монетарного воздействия зависит от фазы делового цикла: в рецессиях политика может быть слабее, чем в периодах расширения [2]. G. Peersman и F. Smets на материале еврозоны демонстрируют, что единый денежный импульс передается неодинаково по странам и отраслям, поскольку финансовая зависимость и структура банковского кредитования различаются [3]. Для российской постановки вопроса этот вывод принципиален: даже при единой ключевой ставке отдельные каналы не обязаны реагировать одинаково.

Для валютного канала особенно важна событийная литература. J. Kearns и P. Manners на внутрисдневных рядах показывают, что валютный курс реагирует прежде всего на неожиданную составляющую монетарного решения, а не на сам факт объявления [4]. J. Zetelmeyer также связывает курсовую реакцию с изменением краткосрочной рыночной ставки как индикатором неожиданного шока [5]. Более ранние результаты M. Eichenbaum и C.L. Evans указывают, что реакция обменного курса на денежные шоки может растягиваться во времени и не сводится к одному дню после решения [6]. Отсюда следует вывод, что для оценки валютного канала нужно учитывать ожидания рынка и отдельно выбирать горизонт реакции.

Еще одна исследовательская линия посвящена асимметрии на валютных рынках. B.J. Lobo, A.F. Darrat и S. Ramchander показывают, что монетарные решения могут по-разному влиять на валюты в зависимости от направления и информационного содержания шока [7]. P. Mueller, A. Tahbaz-Salehi и A. Vedolin подчеркивают роль неопределенности денежно-кредитной политики в формировании валютной динамики [8]. Исследования кэрри-трейда и премии за риск показывают, что высокая доходность валюты поддерживает спрос на нее только тогда, когда участники рынка считают риск приемлемым [9]. Для развивающихся экономик это особенно важно: при росте внешнего риска, слабой заякоренности ожиданий или высокой волатильности процентный дифференциал может перестать стабилизировать валюту [10].

Российские исследования также фиксируют асимметрию, но чаще анализируют другие участки трансмиссии. С.И. Колесник, Ф.С. Картаев и А.В. Зубарев показывают, что последствия стимулирующих и сдерживающих шоков денежно-кредитной политики Банка России для макроэкономических показателей не являются зеркальными [11]. А. Тишин строит ряд неожиданных шоков денежно-кредитной политики в России и тем самым методологически подтверждает необходимость отделять неожиданную часть решения от фактического изменения ставки [12]. А.А. Пестова, М.Е. Мамонов и Н.А. Ростова оценивают макроэкономические эффекты процентной

политики Банка России и показывают, что стандартная трансмиссия в России зависит от состояния финансовой среды [13].

Существенный блок российской литературы посвящен переносу обменного курса в цены. А.В. Андреев показывает асимметрию и нелинейность переноса обменного курса в цены – ослабление рубля сильнее ускоряет цены, чем укрепление их замедляет [14]. Ю.Ю. Пономарев, П.В. Трунин и А.В. Улюкаев также анализируют перенос динамики обменного курса на цены в России [15]. А.А. Скроботов и Н.Д. Фокин рассматривают асимметричную сходимостъ реального обменного курса к равновесному уровню [16]. Эти работы подтверждают несимметричность валютного канала в широком смысле, но в основном изучают участок «курс – цены» или долгосрочную курсовую динамику.

Анализ научных источников показал, что в существующей литературе значительно больше внимания уделяется общим эффектам денежно-кредитной политики и переносу обменного курса в цены, тогда как первый участок валютного канала изучен менее подробно. Речь идет о реакции самого рубля на монетарный сигнал Банка России. В связи с этим исследовательский интерес представляет не только вопрос о том, влияет ли ключевая ставка на курс, но и вопрос о том, является ли реакция рубля на более жесткие и более мягкие, чем ожидалось, решения регулятора симметричной. Настоящая статья развивает именно эту постановку и концентрируется на событийной реакции курса, что позволяет не смешивать первоначальный монетарный сигнал с последующим переносом курсовой динамики в цены.

Материалы и методы

Эмпирическая часть построена на событийной базе заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке. В нее включаются дата заседания, уровень ключевой ставки до и после решения, фактическое изменение ставки, консенсус-прогноз аналитиков перед заседанием, рассчитанная неожиданная компонента решения, а также курсовая реакция рубля в нескольких окнах после решения. Даты решений и сведения о ключевой ставке берутся из официальных материалов Банка России [17; 18]. Курсы USD/RUB, EUR/RUB и CNY/RUB используются по официальной статистике Банка России [19]. Дополнительные контрольные переменные включают операции бюджетного правила по материалам Минфина России [20], а также внешние рыночные ряды по нефти, индексу волатильности VIX и широкому индексу доллара США [21].

Зависимая переменная задается как логарифмическое изменение курса рубля после решения Банка России. Для каждой валютной пары используется показатель:

$$\Delta \ln(Q_i)_{t,h} = \ln(Q_{i,t+h}) - \ln(Q_{i,t-1}), \quad (1)$$

где $Q_i \in \{USD/RUB; EUR/RUB; CNY/RUB\}$ – соответствующая валютная пара;

t – дата заседания Совета директоров Банка России;

h – горизонт реакции курса;

$t-1$ – день, предшествующий решению Банка России.

Рост показателя означает ослабление рубля, снижение – его укрепление. Чтобы снизить зависимость результата от одной валютной пары, дополнительно рассчитывается комбинированный индекс FX_combo как среднее логарифмических изменений USD/RUB, EUR/RUB и CNY/RUB, умноженное на 100.

Реакция оценивается на горизонтах 1, 5, 10 и 30 дней. Однодневное окно фиксирует наиболее близкую к событию реакцию, но чувствительно к техническому шуму. Пятидневное окно используется как базовый краткосрочный горизонт, поскольку позволяет учесть первичную переоценку ожиданий. Десяти- и тридцатидневные окна отражают более устойчивую динамику, но в них выше риск наложения иных новостей: нефтяных цен, санкционных сообщений, бюджетных операций и изменений внешнего доллара. Состав событийной базы, связывающий исходные данные с расчетными переменными, обобщен в таблице 1.

Таблица 1

Основные переменные событийной базы

Table 1

Main variables of the event database

Блок	Показатели	Экономический смысл
Решение Банка России	ключевая ставка до и после заседания; фактическое изменение ставки	официальный монетарный сигнал
Ожидания	консенсус-прогноз аналитиков перед заседанием	ожидаемая рынком часть решения
Неожиданная компонента	S, S^+, S^-	новая информация о траектории ДКП
Курс рубля	USD/RUB, EUR/RUB, CNY/RUB, FX_combo	зависимая переменная; рост означает ослабление рубля
Контроли	нефть, широкий долларový индекс, VIX, бюджетное правило	внешний, сырьевой и фискально-валютный фон

Источник: составлено автором по данным [17–21]

Source: compiled by the author based on data [17–21]

Таблица 1 показывает, что центральным этапом исследования является отделение фактического решения Банка России от ожиданий рынка. Фактическое изменение ставки определяется как разница между ставкой после и до заседания:

$$\Delta Key_t = Key_t - Key_{t-1}, \quad (2)$$

где ΔKey_t – фактическое изменение ключевой ставки;

Key_t – ключевая ставка после заседания;

Key_{t-1} – ключевая ставка до заседания.

Однако этот показатель не является чистым шоком, поскольку рынок мог заранее ожидать решение. Поэтому в работе используется неожиданная компонента:

$$S_t = Actual_t - Expected_t, \quad (3)$$

где $Actual_t$ – фактическое изменение ключевой ставки;

$Expected_t$ – ожидаемое изменение по консенсус-прогнозу аналитиков.

Положительное значение S_t означает решение жестче ожиданий, отрицательное – мягче ожиданий. Для проверки асимметрии показатель раскладывается на две неотрицательные переменные:

$$S_t^+ = \max(S_t, 0); S_t^- = \max(-S_t, 0), \quad (4)$$

где S_t^+ – положительная неожиданная компонента решения, то есть решение жестче ожиданий;

S_t^- – отрицательная неожиданная компонента решения, взятая по модулю, то есть решение мягче ожиданий.

Базовая регрессионная модель имеет вид:

$$\Delta FX_{t,h} = \alpha + \beta_1 S_t^+ + \beta_2 S_t^- + \gamma X_{t,h} + \varepsilon_t, \quad (5)$$

где $\Delta FX_{t,h}$ – реакция курса на выбранном горизонте;

S_t^+ и S_t^- – положительная и отрицательная неожиданная компоненты решения;

$X_{t,h}$ – вектор контрольных переменных;

ε_t – случайная ошибка модели.

Так как рост FX означает ослабление рубля, ожидаемый знак β_1 отрицательный, поскольку более жесткое, чем ожидалось, решение должно укреплять рубль. Ожидаемый знак β_2 положительный, поскольку более мягкое, чем ожидалось, решение должно ослаблять рубль. Симметричная реакция предполагает, что β_1 и β_2 противоположны по знаку и близки по модулю. Проверка симметрии проводится через нулевую гипотезу:

$$H_0: \beta_1 + \beta_2 = 0 \quad (6)$$

Модели оцениваются методом МНК с робастными стандартными ошибками HC1. Такой выбор обусловлен событийной природой выборки, неоднородной дисперсией курсовых реакций и наличием кризисных эпизодов.

Мы не рассматриваем регрессии как полное доказательство причинной связи. Они используются для более простой задачи, а именно проверить, ведет ли себя рубль так, как предполагает симметричная логика валютного канала, то есть укрепляется ли после жестких решений и слабеет ли после мягких.

Результаты и обсуждение

Сначала рассмотрим, как рубль вел себя после фактических решений Банка России без учета ожиданий рынка. Это предварительная проверка: она не показывает чистый эффект ключевой ставки, но помогает понять, почему прямое сопоставление решения регулятора и последующего движения курса может давать искаженную картину. Если повышение ставки происходит уже на фоне валютного давления, то курсовая реакция после заседания отражает не только само решение, но и состояние рынка к этому моменту.

В таблице 2 приведена средняя реакция FX_combo после снижения, повышения и сохранения ключевой ставки. Положительные значения означают ослабление рубля, отрицательные – его укрепление.

Таблица 2

Средняя реакция FX_combo по фактическим решениям Банка России

Table 2

Average FX_combo response to actual Bank of Russia decisions

Окно, дней	Тип решения	N	Среднее, %	Медиана, %
1	снижение	37	-0,041	-0,020
1	повышение	25	0,348	-0,048
1	без изменения	42	-0,165	0,073
5	снижение	37	0,027	-0,422
5	повышение	25	1,105	0,015
5	без изменения	42	0,206	-0,103
10	снижение	37	-0,404	-1,113
10	повышение	25	1,921	0,014
10	без изменения	42	-0,135	0,011
30	снижение	36	-1,139	-0,440
30	повышение	25	3,078	1,810
30	без изменения	42	-0,671	-0,607

Источник: составлено автором по данным [17–19]

Source: compiled by the author based on data [17–19]

Результаты таблицы 2 сразу показывают, почему одного факта повышения или снижения ставки недостаточно для анализа валютного канала. После фактических повышений ключевой ставки средняя реакция FX_combo положительна на всех горизонтах, то есть рубль в среднем слабеет. На горизонте 5 дней средняя реакция составляет 1,105 %, на горизонте 10 дней – 1,921 %, на горизонте 30 дней – 3,078 %. Если рассматривать эти значения вне контекста, можно прийти к неверному выводу, что само повышение ставки приводит к ослаблению рубля.

Мы трактуем этот результат иначе. Фактические повышения ставки Банком России часто приходились не на нейтральные периоды, а на моменты уже усилившегося валютного, инфляционного или санкционного давления. В такой ситуации положительная средняя реакция FX_combo после повышений говорит прежде всего об эндогенности решения. Иными словами, регулятор повышал ставку в ответ на ухудшение условий, а не формировал это ухудшение самим решением. Поэтому дальше мы переходим к неожиданной компоненте ставки.

Следующий шаг – отделить ожидаемую часть решения от той информации, которая стала для рынка новой. Для этого мы используем только те заседания, по которым удалось собрать достаточно надежные консенсус-прогнозы аналитиков. Нас интересует не само изменение ставки, а его отклонение от ожиданий. Именно поэтому в таблице 3 решения разделены на ожидаемые, более жесткие и более мягкие, чем предполагал рынок.

Таблица 3

Средняя реакция FX_combo по типам неожиданной компоненты решения

Table 3

Average FX_combo response by type of unexpected decision component

Окно, дней	Тип неожиданной компоненты	N	Среднее, %	Медиана, %
1	мягче ожиданий	13	-0,181	-0,469
1	ожидаемое	61	-0,031	0,077
1	жестче ожиданий	12	-0,298	-0,085
5	мягче ожиданий	13	-0,571	-0,680
5	ожидаемое	61	0,326	-0,122
5	жестче ожиданий	12	-0,382	-0,484
10	мягче ожиданий	13	-0,955	-1,333
10	ожидаемое	61	-0,083	-0,338
10	жестче ожиданий	12	1,154	0,641
30	мягче ожиданий	13	-2,705	-0,808
30	ожидаемое	60	0,714	-0,007
30	жестче ожиданий	12	0,967	1,822

Источник: составлено автором по данным [17–19]

Source: compiled by the author based on data [17–19]

После учета неожиданной компоненты связь между ставкой и курсом выглядит уже иначе. Более жесткие, чем ожидалось, решения на коротких горизонтах дают тот знак, который мы и ожидали увидеть в рамках валютного канала. Средняя реакция FX_combo составляет -0,298 % на горизонте 1 день и -0,382 % на горизонте 5 дней, что соответствует краткосрочному укреплению рубля после неожиданного ужесточения.

При этом более мягкие, чем ожидалось, решения не дают зеркального ослабления рубля. На горизонтах 1 и 5 дней средняя реакция также

отрицательна, то есть рубль в среднем не слабел, а укреплялся. На горизонте 30 дней среднее значение для мягких решений составляет -2,705 %, что также противоречит простой симметричной схеме. Такая незеркальность может возникать, если снижение ставки происходит на фоне уже улучшившегося валютного фона, предварительно учтено рынком или сопровождается коммуникацией, которая не меняет ожидания в сторону дальнейшего смягчения.

При этом по одной описательной статистике еще нельзя делать окончательный вывод об асимметрии. Число ненулевых неожиданных компонентов ограничено. В базовой выборке 12 наблюдений относятся к более жестким решениям и 13 – к более мягким. Тем не менее уже на этом этапе видно, что реакция рубля устроена сложнее: неожиданное ужесточение в среднем ближе к ожидаемому эффекту, но неожиданное смягчение не дает такого же по направлению обратного результата.

Описательная статистика показывает общий рисунок, но не учитывает влияние внешних условий. Поэтому на следующем этапе мы оцениваем базовую регрессионную модель. В нее включены положительная и отрицательная неожиданная компоненты решения, а также контрольные переменные для внешнего, сырьевого и фискального и валютного фонов. Оценки для FX_combo приведены в таблице 4.

Таблица 4

Базовые регрессии для комбинированного индекса FX_combo

Table 4

Baseline regressions for the composite FX_combo index

Окно, дней	N	R ²	S ⁺ жестче ожиданий	p	S ⁻ мягче ожиданий	p	p Н ₀ : β ₁ +β ₂ =0
1	86	0,097	-0,407	0,333	0,143	0,820	0,734
5	86	0,062	-0,888	0,253	-0,263	0,766	0,331
10	86	0,121	2,946	0,099	-0,152	0,911	0,228
30	85	0,098	1,707	0,569	-3,387	0,184	0,703

Источник: составлено автором по данным [17–21]

Source: compiled by the author based on data [17–21]

В регрессионных оценках мы получаем тот же краткосрочный знак, что и в описательной статистике. На горизонтах 1 и 5 дней коэффициент при положительной неожиданной компоненте отрицателен, то есть более жесткое, чем ожидалось, решение связано с укреплением рубля. Однако статистически этот эффект не подтверждается: р-значение составляет 0,333 на однодневном горизонте и 0,253 на пятидневном горизонте. Поэтому здесь правильнее говорить о предварительном эмпирическом признаке, а не о доказанном эффекте.

По мягким решениям ожидаемой реакции в сторону ослабления рубля мы не видим. На пятидневном горизонте коэффициент при отрицательной

неожиданной компоненте вообще имеет отрицательный знак, то есть не соответствует зеркальной реакции. Тест $H_0: \beta_1 + \beta_2 = 0$ не отвергается ни на одном горизонте. Поэтому мы не утверждаем, что была доказана статистическая асимметрия во всех спецификациях. Правильнее сказать, что данные не дают надежной опоры для гипотезы о симметричной реакции рубля на неожиданные решения Банка России.

Отдельная проверка по фактическим повышениям и снижениям ставки приведена в таблице 5. Она нужна как контрольная проверка, показывающая, почему фактическое изменение ставки нельзя отождествлять с неожиданным монетарным шоком. В модели с фактическими решениями коэффициент при повышении ставки положителен на горизонтах 1, 5 и 10 дней, а на горизонтах 1 и 5 дней статистически значим. Поскольку рост FX означает ослабление рубля, это еще раз показывает, что фактические повышения ставки часто совпадали с периодами уже реализованного валютного стресса.

Таблица 5

Регрессии по фактическим повышениям и снижениям ставки

Table 5

Regressions for actual rate hikes and cuts

Окно, дней	N	R ²	Hike	p	Cut	p
1	104	0,228	0,693	0,003	0,079	0,933
5	104	0,339	1,444	0,002	0,488	0,557
10	104	0,266	1,829	0,074	0,222	0,839
30	103	0,152	0,833	0,069	-3,081	0,043

Источник: составлено автором по данным [17–21]

Source: compiled by the author based on data [17–21]

Результаты таблицы 5 мы интерпретируем именно через проблему обратной причинности. Они не означают, что повышение ставки ослабляет рубль. Скорее, они показывают, что решение о повышении нередко принималось уже после усиления давления на валютном рынке. В таком случае курсовая реакция после заседания отражает не только монетарный сигнал, но и накопленный стресс, который предшествовал самому решению. Поэтому фактическое изменение ставки нельзя использовать как единственный показатель монетарного шока.

Для оценки чувствительности результата были использованы несколько дополнительных проверок: строгая выборка по качеству консенсуса, расширенная выборка, исключение 2022 г. и оценка отдельных валютных пар. В таблице 6 приведена укрупненная проверка по отдельным валютным парам, позволяющая оценить, не является ли результат следствием особенностей агрегированного индекса.

Таблица 6

Базовые регрессии по отдельным валютным парам

Table 6

Baseline regressions for individual currency pairs

Переменная	Окно, дней	N	S ⁺	p	S ⁻	p
FX combo	1	86	-0,407	0,333	0,143	0,820
FX combo	5	86	-0,888	0,253	-0,263	0,766
USD/RUB	1	86	-0,413	0,307	0,225	0,718
USD/RUB	5	86	-1,041	0,157	-0,188	0,833
EUR/RUB	1	86	-0,522	0,328	-0,126	0,849
EUR/RUB	5	86	-0,976	0,226	-0,503	0,562
CNY/RUB	1	86	-0,286	0,450	0,330	0,595
CNY/RUB	5	86	-0,647	0,432	-0,099	0,913

Источник: составлено автором по данным [17–21]

Source: compiled by the author based on data [17–21]

Проверка отдельных валютных пар показывает, что краткосрочный отрицательный знак при положительной неожиданной компоненте не является особенностью только комбинированного индекса. На горизонтах 1 и 5 дней он наблюдается для USD/RUB, EUR/RUB и CNY/RUB. В то же время статистическая значимость остается слабой, а коэффициенты при мягких решениях не дают устойчивой обратной картины. Данные скорее указывают на различие реакции на жесткие и мягкие неожиданные решения, но число таких эпизодов пока не позволяет говорить о полностью доказанной асимметрии. Наиболее заметный результат дополнительных проверок возникает при исключении 2022 г. Коэффициент при положительной неожиданной компоненте на горизонте 1 день сохраняет ожидаемый отрицательный знак и становится статистически значимым на 10%-м уровне. Это косвенно подтверждает, что острые кризисные эпизоды 2022 г. усиливают шум в событийной базе и затрудняют оценку краткосрочной реакции рубля на решения Банка России.

В целом эти результаты важны прежде всего для интерпретации фактических решений Банка России. Мы видим, что повышение ключевой ставки в российских условиях не всегда можно рассматривать как самостоятельный укрепляющий импульс для рубля. Довольно часто оно становится реакцией на уже возникшее давление, поэтому связь между повышением ставки и последующим ослаблением рубля сама по себе еще не говорит о неработоспособности валютного канала. Отсюда вытекает и роль ожиданий. Если решение заранее учтено в прогнозах аналитиков и рыночных ценах, само объявление может почти не изменить курсовую динамику. Новую информацию для рынка несет именно отклонение решения от консенсуса, поэтому неожиданная компонента лучше отражает реакцию рубля на монетарный сигнал.

Наконец, результаты показывают, что реакция на жесткие и мягкие сюрпризы не является зеркальной. Более жесткие, чем ожидалось, решения на коротких горизонтах в среднем ближе к ожидаемой реакции валютного канала. После более мягких решений сопоставимого ослабления рубля мы не наблюдаем. Вероятно, здесь действует не один фактор, а их сочетание: часть снижений ставки приходилась на периоды стабилизации валютного рынка, часть решений могла быть заранее учтена в ожиданиях, а коммуникация Банка России могла ограничивать ожидания дальнейшего смягчения. После 2022 г. к этому добавился еще один фактор – курс стал сильнее зависеть от торговых потоков, бюджетных операций и валютных ограничений.

Результаты согласуются с современными материалами Банка России, где трансмиссионный механизм описывается как совокупность взаимосвязанных каналов, а не как механическая реакция одной переменной на ставку [22; 23]. Для валютного канала это особенно важно. Рост ставки может укреплять рубль через повышение доходности рублевых активов, но может одновременно отражать рост риск-премии, усиление инфляционных ожиданий или стресс ликвидности. Поэтому знак наблюдаемой связи зависит от режима, в котором принимается решение.

На практике, курсовую реакцию на решения Банка России нельзя оценивать только по знаку фактического изменения ставки. Если рубль слабеет после повышения ставки, мы не можем автоматически считать это признаком неработоспособности валютного канала. Сначала нужно понять, было ли решение ожидаемым, в каком внешнем фоне оно принималось и что в этот момент происходило с нефтью, долларovým индексом, бюджетными операциями и санкционными ожиданиями. Точно так же укрепление рубля после снижения ставки не означает, что ставка не имеет значения. Реакция может быть связана с высоким начальным уровнем реальной рублевой доходности, ограниченным валютным спросом или улучшением риск-премии.

Мы учитываем несколько ограничений. Главное из них связано с размером событийной выборки. Заседания Банка России проходят дискретно, а значимые отклонения от консенсуса встречаются редко, поэтому после разделения неожиданной компоненты на положительную и отрицательную части число наблюдений становится небольшим. Другое ограничение связано с качеством консенсус-прогнозов. Для части заседаний ожидания рынка доступны лучше, чем для других. Последнее ограничение состоит в том, что окна 10 и 30 дней уже включают значительный объем внешних новостей, поэтому их нельзя интерпретировать как чистую реакцию на решение.

Тем не менее ограничения не отменяют научного результата. Простая симметричная модель валютного канала не является достаточной для российской экономики. Для анализа реакции рубля необходимо использовать неожиданную компоненту решения, учитывать состояние рынка к моменту

заседания и различать краткосрочную событийную реакцию и более длительное влияние финансовых условий.

Заключение

В настоящей работе мы провели событийный анализ реакции курса рубля на решения Банка России по ключевой ставке, сделав акцент не на фактических изменениях ставки, а на её неожиданной компоненте – отклонении от консенсус-прогнозов аналитиков. Подход позволил отделить чистый монетарный сигнал от эндогенных реакций регулятора на уже складывающуюся ситуацию. Полученные результаты показывают, что фактические повышения ключевой ставки действительно часто сопровождались последующим ослаблением рубля, однако этот эффект в значительной степени отражает обратную причинность: Банк России нередко ужесточал политику уже после усиления валютного и инфляционного давления. При переходе к неожиданной компоненте картина меняется. Более жёсткие, чем ожидалось, решения на коротких горизонтах в среднем ассоциируются с укреплением рубля, что соответствует классическим представлениям о валютном канале. В то же время более мягкие решения не показывают устойчивого зеркального эффекта – рубль в этих случаях не ослабевал с сопоставимой силой. Таким образом, простая симметричная модель валютного канала не находит подтверждения в российских данных.

Авторский вклад заключается в более точном понимании первого звена валютного канала денежно-кредитной политики – от самого решения и рыночных ожиданий до непосредственной реакции обменного курса. Мы не утверждаем, что асимметрия статистически доказана во всех спецификациях, однако наши результаты свидетельствуют: реакция рубля на монетарный сигнал является незеркальной и в значительной мере зависит от текущего рыночного режима. Это особенно актуально для периода после 2022 года, когда кардинально изменились роль финансового счёта, структура валютного спроса и предложения, а также сама инфраструктура валютного рынка.

В дальнейшем мы видим несколько перспективных направлений развития работы. Прежде всего, это расширение событийной базы и использование более высокочастотных рыночных индикаторов ожиданий. Интересно также проверить, как асимметрия проявляется в отдельных режимах после 2022 года. Наконец, построение ежедневных моделей, включающих не только ключевую ставку, но и RUONIA, доходности ОФЗ, операции бюджетного правила, внешний долларовой фактор и показатели валютного стресса, позволит глубже разделить процентный канал от влияния риск-премии и институциональных ограничений.

Литература

1. Bernanke B.S., Gertler M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission // *Journal of Economic Perspectives*. 1995. Vol. 9. No. 4. P. 27–48. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.27>.
2. Tenreyro S., Thwaites G. Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions // *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2016. Vol. 8. No. 4. P. 43–74.
3. Peersman G., Smets F. The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area // *The Economic Journal*. 2005. Vol. 115. No. 503. P. 319–342.
4. Kearns J., Manners P. The Impact of Monetary Policy on the Exchange Rate: A Study Using Intraday Data // *International Journal of Central Banking*. 2006. Vol. 2. No. 4. P. 157–183. URL: <https://www.ijcb.org/journal/v2n4/impact-monetary-policy-exchange-rate-study-using-intraday-data>.
5. Zettelmeyer J. The Impact of Monetary Policy on the Exchange Rate: Evidence from Three Small Open Economies // *Journal of Monetary Economics*. 2004. Vol. 51. No. 3. P. 635–652. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2003.06.004>.
6. Eichenbaum M., Evans C.L. Some Empirical Evidence on the Effects of Shocks to Monetary Policy on Exchange Rates // *Quarterly Journal of Economics*. 1995. Vol. 110. No. 4. P. 975–1009. <https://doi.org/10.2307/2946646>.
7. Lobo B.J., Darrat A.F., Ramchander S. The Asymmetric Impact of Monetary Policy on Currency Markets // *Financial Review*. 2006. Vol. 41. No. 2. P. 289–303. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2006.00142.x>.
8. Mueller P., Tahbaz-Salehi A., Vedolin A. Exchange Rates and Monetary Policy Uncertainty // *The Journal of Finance*. 2017. Vol. 72. No. 3. P. 1213–1252. <https://doi.org/10.1111/jofi.12499>.
9. Lustig H., Roussanov N., Verdelhan A. Common Risk Factors in Currency Markets // *Review of Financial Studies*. 2011. Vol. 24. No. 11. P. 3731–3777. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr068>.
10. Exchange Rate Pass-Through in Latin America // *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere* / International Monetary Fund. 2016. April. URL: https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/reo/2016/whd/eng/pdf/0416/_chap4pdf.pdf.
11. Колесник С.И., Картаев Ф.С., Зубарев А.В. Асимметрия денежно-кредитной политики Банка России: влияние на макроэкономические показатели // *Вопросы экономики*. 2025. № 10. С. 44–61. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-10-44-61>.
12. Тишин А. Неожиданные шоки денежно-кредитной политики в России // *Деньги и кредит*. 2019. Т. 78. № 4. С. 48–70. <https://doi.org/10.31477/rjmf.201904.48>.
13. Пестова А.А., Мамонов М.Е., Ростова Н.А. Шоки процентной политики Банка России и оценка их макроэкономических эффектов //

Экономическая политика. 2019. Т. 14. № 4. С. 48–75.
<https://doi.org/10.18288/1994-5124-2019-4-48-75>.

14. Андреев А.В. Исследование асимметрии и нелинейности переноса динамики обменного курса в инфляцию. М.: Банк России, 2019. 34 с. URL: https://www.cbr.ru/content/document/file/79935/wp_45.pdf.

15. Пономарев Ю.Ю., Трунин П.В., Улюкаев А.В. Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России // Вопросы экономики. 2014. № 3. С. 21–35. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-3-21-35>.

16. Скроботов А.А., Фокин Н.Д. Тестирование асимметричной сходимости реального обменного курса к равновесному уровню в период таргетирования курса рубля // Экономическая политика. 2018. Т. 13. № 3. С. 132–147. <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2018-3-06>.

17. Календарь решений по ключевой ставке // Банк России. URL: https://www.cbr.ru/dkp/cal_mp/.

18. Ключевая ставка Банка России // Банк России. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/keyrate/.

19. База данных по курсам валют // Банк России. URL: https://www.cbr.ru/currency_base/.

20. Материалы по нефтегазовым доходам и операциям с иностранной валютой и золотом // Министерство финансов Российской Федерации. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/press-center/>.

21. FRED: Brent Crude Oil, VIX, Nominal Broad U.S. Dollar Index // Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <https://fred.stlouisfed.org/>.

22. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 годов. М.: Банк России, 2025. URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2026_2028/.

23. Особенности работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в текущем цикле // Банк России. 2025. URL: https://www.cbr.ru/content/document/file/174676/analytic_note_2025_0321_dip.pdf.

References

1. Bernanke, B.S., Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.27>. (In Eng.)

2. Tenreyro, S., Thwaites, G. (2016). Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8(4), 43–74. (In Eng.)

3. Peersman, G., Smets, F. (2005). The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area. *The Economic Journal*, 115(503), 319–342. (In Eng.)

4. Kearns, J., Manners, P. (2006). The Impact of Monetary Policy on the Exchange Rate: A Study Using Intraday Data. *International Journal of Central Banking*, 2(4), 157–183. (In Eng.)
5. Zettelmeyer, J. (2004). The Impact of Monetary Policy on the Exchange Rate: Evidence from Three Small Open Economies. *Journal of Monetary Economics*, 51(3), 635–652. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2003.06.004>. (In Eng.)
6. Eichenbaum, M., Evans, C.L. (1995). Some Empirical Evidence on the Effects of Shocks to Monetary Policy on Exchange Rates. *Quarterly Journal of Economics*, 110(4), 975–1009. <https://doi.org/10.2307/2946646>. (In Eng.)
7. Lobo, B.J., Darrat, A.F., Ramchander, S. (2006). The Asymmetric Impact of Monetary Policy on Currency Markets. *Financial Review*, 41(2), 289–303. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2006.00142.x>. (In Eng.)
8. Mueller, P., Tahbaz-Salehi, A., Vedolin, A. (2017). Exchange Rates and Monetary Policy Uncertainty. *The Journal of Finance*, 72(3), 1213–1252. <https://doi.org/10.1111/jofi.12499>. (In Eng.)
9. Lustig, H., Roussanov, N., Verdelhan, A. (2011). Common Risk Factors in Currency Markets. *Review of Financial Studies*, 24(11), 3731–3777. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr068>. (In Eng.)
10. International Monetary Fund. (2016). Exchange Rate Pass-Through in Latin America. *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*. Retrieved from: https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/reo/2016/whd/eng/pdf/0416/_chap4pdf.pdf. (In Eng.)
11. Kolesnik, S.I., Kartaev, F.S., Zubarev, A.V. (2025). Asimetriia denezhno-kreditnoi politiki Banka Rossii: vliianie na makroekonomicheskie pokazateli [Asymmetry of the monetary policy of the Bank of Russia: impact on macroeconomic indicators]. *Voprosy ekonomiki* [Economic Issues], 10, 44–61. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-10-44-61>. (In Russ., abstract in Eng.)
12. Tishin, A. (2019). Neozhidannye shoki denezhno-kreditnoi politiki v Rossii [Unexpected monetary policy shocks in Russia]. *Den'gi I kredit* [Money and Credit], 78(4), 48–70. <https://doi.org/10.31477/rjmf.201904.48>. (In Russ., abstract in Eng.)
13. Pestova, A.A., Mamonov, M.E., Rostova, N.A. (2019). Shoki protsentnoi politiki Banka Rossii I otsenka ikh makroekonomicheskikh effektov [Interest rate policy shocks of the Bank of Russia and assessment of their macroeconomic effects]. *Ekonomicheskaya politika* [Economic Policy], 14(4), 48–75. <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2019-4-48-75>. (In Russ., abstract in Eng.)
14. Andreev, A.V. (2019). Issledovanie asimmetrii I nelineinosti perenosa dinamiki obmennogo kursa v inflitsiiu [Study of asymmetry and nonlinearity of exchange rate pass-through to inflation]. Retrieved from: https://www.cbr.ru/content/document/file/79935/wp_45.pdf. (In Russ.)

15. Ponomarev, Iu.Iu., Trunin, P.V., Uliukaev, A.V. (2014). Effekt perenosa dinamiki obmennogo kursa na tseny v Rossii [Exchange rate pass-through effect on prices in Russia]. *Voprosy ekonomiki* [Economic Issues], 3, 21–35. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-3-21-35>. (In Russ., abstract in Eng.)
16. Skrobotov, A.A., Fokin, N.D. (2018). Testirovanie asimmetrichnoi skhodimosti real'nogo obmennogo kursa k ravnovesnomu urovniu v period targetirovaniia kursa rublya [Testing asymmetric convergence of the real exchange rate to equilibrium during the ruble exchange rate targeting period]. *Ekonomicheskaiia politika* [Economic Policy], 13(3), 132–147. <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2018-3-06>. (In Russ., abstract in Eng.)
17. Kalendar' reshenii po kliuchevoi stavke [Calendar of key rate decisions]. Retrieved from: https://www.cbr.ru/dkp/cal_mp/. (In Russ.)
18. Kliuchevaia stavka Banka Rossii [Key rate of the Bank of Russia]. Retrieved from: https://www.cbr.ru/hd_base/keyrate/. (In Russ.)
19. Baza dannykh po kursam valiut [Currency exchange rates database]. Retrieved from: https://www.cbr.ru/currency_base/. (In Russ.)
20. Materialy po neftegazovym dokhodam I operatsiiam s inostranoi valiutoi I zolotom [Materials on oil and gas revenues and operations with foreign currency and gold]. Ministerstvo finansov Rossiiskoi Federatsii [Ministry of Finance of the Russian Federation]. Retrieved from: <https://minfin.gov.ru/ru/press-center/>. (In Russ.)
21. FRED: Brent Crude Oil, VIX, Nominal Broad U.S. Dollar Index. Federal Reserve Bank of St. Louis: official website. Retrieved from: <https://fred.stlouisfed.org/>. (In Eng.)
22. Osnovnye napravleniia edinoi gosudarstvennoi denezhno-kreditnoi politiki na 2026 god I period 2027 I 2028 godov [Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2026 and the Period of 2027 and 2028]. (2025). Retrieved from: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2026_2028/. (In Russ.)
23. Osobennosti raboty transmissionnogo mekhanizma denezhno-kreditnoi politiki v tekushchem tsikle [Features of the functioning of the monetary policy transmission mechanism in the current cycle]. (2025). Retrieved from: https://www.cbr.ru/content/document/file/174676/analytic_note_20250321_dip.pdf. (In Russ.)

© Чудопал Н.А., 2026