

**ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ, КРЕДИТ.
ЦИФРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ**

DOI: 10.6060/ivecofin.2026682.775

УДК: 336.743:338.22.021.1:330.13

**ИССЛЕДОВАНИЕ РЕАКЦИИ ОБМЕННОГО КУРСА USD/RUB НА ОБЪЯВЛЕНИЕ
КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ БАНКОМ РОССИИ В УСЛОВИЯХ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ**

В. Аль Саади, Ю.Ю. Мягкова, Р.Р. Вейнберг

Весам Аль Саади* (ORCID 0000-0001-7172-8507), Юлия Юрьевна Мягкова (ORCID 0000-0001-6348-0070), Роман Рафаилович Вейнберг (ORCID 0000-0001-8021-5738)
Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, Стремянный переулок, 36, Москва, 115054, Россия
E-mail: alsaadi.v@rea.ru*, myagkova.YY@rea.ru, veynberg.rr@rea.ru

В статье исследована реакция обменного курса USD/RUB на объявления ключевой ставки Банком России в период с 3 января 2020 г. по 13 февраля 2026 г. Для проверки влияния объявлений о ключевой ставке на курс USD/RUB был применен непараметрический подход (тестовые прогоны), а также параметрический подход (событийный анализ и t-критерий Стьюдента). Результаты предоставляют достаточные доказательства чрезмерной реакции инвесторов до объявления ключевой ставки, но выявленные поведенческие аномалии являются скорее рыночным шумом. Поэтому у участников рынка не будет возможности получить дополнительную доходность (сверхприбыль) в 10-дневном окне объявлений о ключевой ставке, так как рынок эффективно поглощает информацию, а движение цен соответствует случайному блужданию, что нивелирует любые спекулятивные стратегии, основанные на циклическом повторении. Кроме того, данное исследование рекомендует регулятору сочетать объявление о ключевой ставке с фискальной политикой для влияния на настроения инвесторов на валютном рынке в долгосрочной перспективе, тем самым способствуя укреплению российского рубля до объявления о ключевой ставке.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, аномальная доходность, ключевая ставка, поведенческие финансы, чрезмерная реакция, ценовая аномалия, финансовый рынок.

**IMPACT OF THE BANK OF RUSSIA KEY RATE ANNOUNCEMENTS
ON THE USD/RUB EXCHANGE RATE UNDER UNCERTAINTY**

W. Al Saady, Yu.Yu. Myagkova, R.R. Veynberg

Wesam Al Saady* (ORCID 0000-0001-7172-8507), Yulia Yu. Myagkova (ORCID 0000-0001-6348-0070), Roman R. Veynberg (ORCID 0000-0001-8021-5738)
Plekhanov Russian University of Economics, Stremyanny Lane 36, Moscow, 115054, Russia
E-mail: alsaadi.v@rea.ru*, myagkova.YY@rea.ru, veynberg.rr@rea.ru

This article investigates the reaction of the USD/RUB exchange rate to key interest rate announcements by the Bank of Russia during the period from January 3, 2020, to February 13, 2026. In order to test the impact of key interest rate announcements on the USD/RUB exchange rate, a non-parametric approach (test runs) is employed, as well as a parametric approach (event analysis and Student's t-test). The results provide sufficient evidence of overreaction by investors prior to key interest rate announcements, but the identified behavioral anomalies are more akin to market noise. Therefore, market participants may not have the opportunity to obtain additional returns (excess profits) within the 10-day window of key interest rate announcements, as the market efficiently absorbs information and price movements follow a random walk, which negates any speculative strategies based on cyclical patterns. Furthermore, this study recommends that regulator combines key interest rate announcements with fiscal policy to influence investor sentiment in the foreign exchange market in the long term, thereby promoting the appreciation of the Russian ruble prior to key interest rate announcements.

Keywords: monetary policy, abnormal return, key rate, behavioral finance, overreaction, market anomaly, financial market.

Для цитирования:

Аль Саади В., Мягкова Ю.Ю., Вейнберг Р.Р. Исследование реакции обменного курса USD/RUB на объявление ключевой ставки банком России в условиях неопределенности. *Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]*. 2026. № 02(68). С. 6-15. DOI: 10.6060/ivecofin.2026682.775

For citation:

Al Saady W., Myagkova Yu.Yu., Veynberg R.R. Impact of the bank of Russia key rate announcements on the USD/RUB exchange rate under uncertainty. *Ivecofin*. 2026. N 02(68). P. 6-15. DOI: 10.6060/ivecofin.2026682.775 (in Russian)

ВВЕДЕНИЕ

Обменный курс российского рубля к доллару США представляет собой барометр экономических настроений, политической стабильности и доверия к денежно-кредитной политике. В условиях геополитических потрясений, санкций и внутреннего инфляционного давления, обменный курс рубля стал более чувствительным к изменениям в денежно-кредитной политике, в частности, к изменению ключевой ставки, устанавливаемой Банком России [1, 2]. В рамках данного исследования разработана методика для выявления и измерения чрезмерной и недостаточной реакции курса USD/RUB на решения Банка России по ключевой ставке. Методика основывается на анализе количественных и качественных аспектов рыночного поведения с учетом поведенческих факторов инвесторов.

Чрезмерная реакция определяется как резкие и непропорциональные колебания курса USD/RUB, которые значительно превышают ожидаемое влияние изменения ключевой ставки на фундаментальные экономические факторы, такие как инфляция, ожидания по процентным ставкам или потоки капитала. Такая реакция может быть вызвана паническими настроениями, спекулятивными атаками, стадным чувством или недопониманием рынком долгосрочных последствий решения Банка России, что согласуется с исследованиями в области поведенческих финансов [3, 4].

Недостаточная реакция характеризуется слабым или отсутствующим движением курса USD/RUB в ответ на значимые изменения ключевой ставки. Это может свидетельствовать о наличии других доминирующих факторов, влияющих на валютный рынок в данный момент (например, геополитические события, изменения в ценах на сырьевые товары), или о недооценке рынком информации, содержащейся в объявлении Банка России.

Банк России последовательно использует корректировки ключевой ставки в качестве основного инструмента для управления стабильностью

рубля и контроля инфляции [5, 6]. Данные указывают на тенденцию Банка России повышать ключевую ставку для предотвращения оттока капитала при ослаблении рубля. Например, Банк России повысил ключевую ставку до самого высокого уровня за более чем два десятилетия для борьбы с инфляцией и экономическим перегревом, вызванным чрезмерными государственными расходами [7].

Основные направления государственной денежно-кредитной политики на 2025-2027 гг. подтверждают главенствующую цель защиты рубля и обеспечения его устойчивости путем поддержания ценовой стабильности с целевым показателем годовой инфляции около 4% [8]. В документе подчеркивается, что режим плавающего валютного курса, действующий с конца 2014 г., позволяет экономике лучше адаптироваться к внешним условиям и обеспечивает независимую денежно-кредитную политику [9]. Хотя с 2022 г. были ужесточены меры контроля за движением капитала для снижения рисков финансовой стабильности на фоне санкций, обменный курс рубля остается плавающим, и его движения в основном определяются соотношением спроса импортеров на иностранную валюту и предложения экспортеров [10]. Банк России сохраняет возможность проводить операции на валютном рынке для поддержания финансовой стабильности. Ключевая ставка определяется как основной инструмент, влияющий на рыночные процентные ставки, воздействующий на склонность к потреблению, сбережениям и инвестициям, а, следовательно, на внутренний спрос и динамику цен [11]. Решения по ключевой ставке основываются на устойчивых экономических тенденциях, со среднесрочным прогнозом (12-18 месяцев) возвращения инфляции к целевому уровню, с целью минимизации отклонения выпуска от его потенциального уровня. Банк России информирует о своих решениях в области денежно-кредитной политики, включая объяснения и сигналы относительно будущих действий, а также среднесрочные прогнозы средней ключевой ставки, для управления инфляционными ожиданиями [12].

Курс USD/RUB в 2025 г. продемонстрировал значительное укрепление российского рубля по отношению к доллару США, снизившись на 31,66%. Подобное движение указывает на высокую чувствительность рынка к экономическим и монетарным факторам в течение года. 20 декабря 2024 г. Банк России сохранил ключевую процентную ставку без изменений. Затем в первую неделю 2025 г., рубль резко упал до 103,7 по отношению к доллару США. Данное событие можно рассматривать как ответ рынка на пассивную позицию регулятора: неизменность ключевой ставки и параллельное снижение валютной поддержки. Инвесторы, переосмысливая свои позиции на фоне новых сигналов о риск-аппетите Банка России, провоцируют заметные ценовые движения. Центральная роль ключевой ставки в денежно-кредитной политике делает объявления Банка России значимыми информационными шоками. При плавающем курсе это прямо воздействует на USD/RUB. Укрепление доллара на 31,66% в 2025 г. отражает мощную динамику. Была ли она вызвана постоянной избыточной или недостаточной реакцией на решения регулятора – вопрос, требующий глубокого анализа.

Инвесторы могут проявлять систематические ошибки в обработке новой информации, что приводит либо к чрезмерной, либо к недостаточной реакции на финансовые новости. Что, в свою очередь, ставит под сомнение гипотезу эффективного рынка, которая постулирует, что вся доступная информация немедленно и полностью отражается в ценах активов [13].

Если инвесторы слишком сильно реагируют на новую информацию, толкая цены за пределы их фундаментальной стоимости, то это чрезмерная реакция. Например, заявление Банка России может привести к чрезмерному повышению цен на актив в ожидании дальнейшего роста. И наоборот, негативные новости могут привести к чрезмерному пессимизму и продаже. Последующие коррекции происходят по мере того, как рынок возвращается к более рациональной оценке.

Если инвесторы изначально слишком слабо реагируют на значимые новости, то это недостаточная реакция. Природа данного эффекта кроется в поведенческих предубеждениях участников рынка (эвристики репрезентативности, якорение) либо в их ограниченных аналитических возможностях. К примеру, отчётность организации с прибылью, существенно опережающей ожидания, провоцирует рост котировок, который, однако, не исчерпывает позитивного потенциала новости. Дальнейшее движение вверх растягивается на несколько месяцев – период постепенной полной ассимиляции информации рынком [14].

Эмпирические исследования шоковых событий и замедленной рыночной адаптации фиксируют закономерность: скачкообразные изменения доходности предвещают фазу инкрементальной ценовой корректировки. Идентичный механизм работает при негативных сигналах – после первичного снижения котировки продолжают дрейфовать вниз на протяжении значительного временного интервала [14].

Поведенческие факторы могут значительно усиливать или ослаблять эффекты корректировки процентных ставок. В случае России, где макроэкономическая политика часто формируется под влиянием внешних геополитических событий, поведенческая реакция на изменения процентных ставок может заметно отличаться от классических ожиданий.

ЦЕЛЬ ИССЛЕДОВАНИЯ

Данное исследование направлено на изучение поведенческого влияния изменений ключевой ставки на обменный курс доллара США к российскому рублю, уделяя особое внимание периоду 2020–2026 гг., отмеченному интенсивной экономической и политической нестабильностью.

Целью данного исследования является изучение вопроса о наличии аномальной доходности обменного курса доллара США к российскому рублю в связи с объявлениями ключевой ставки Банком России, а также оценка наличия поведенческих предубеждений в реакциях инвесторов.

С научной точки зрения, исследование вносит вклад в развивающуюся область поведенческих финансов, проверяя гипотезу о том, что поведение инвесторов на российском валютном рынке определяется не только рациональными экономическими принципами, но также психологическими и эмоциональными факторами. Хотя большая часть литературы по поведенческим финансам была сосредоточена на фондовых рынках развитых стран, данное исследование расширяет сферу охвата, включая контекст развивающихся рынков, в частности, обменный курс доллара США к российскому рублю, тем самым заполняя существенный пробел в научной литературе.

С практической точки зрения, понимание того, как российский рубль реагирует на решения по ключевой ставке, может улучшить процесс принятия решений как для политиков, так и для инвесторов. Обнаружение признаков чрезмерной или недостаточной реакции может указывать на неэффективность рынка, которую можно предвидеть или использовать в своих интересах. Для Банка России эти результаты могут дать представление о том, как участники рынка интерпретируют и реагируют на сигналы денежно-кредитной политики.

Более того, в геополитической обстановке, когда российский финансовый рынок сталкивается с особым внешним давлением, таким как

санкции и контроль за движением капитала, данное исследование представляет собой актуальный и локальный анализ психологии рынка в условиях неопределенности. В результате исследование не только обогащает понимание динамики обменного курса в России, но и имеет более широкие последствия для исследований в области поведенческих финансов в развивающихся странах.

ЛИТЕРАТУРНЫЙ ОБЗОР

Фундаментальной точкой отсчета является гипотеза эффективного рынка (ЕМН), предложенная Ю. Фамой. Согласно этой гипотезе, цены активов, включая валютные курсы, мгновенно и в полной мере отражают всю доступную информацию. В рамках этой парадигмы систематические чрезмерные или недостаточные реакции невозможны, а любая реакция на новость (например, на изменение ключевой ставки) является рациональной и соразмерной. Наблюдаемые резкие колебания курса могут объясняться в рамках рациональных моделей, например, моделью «простреливания» валютного курса Дорнбуша, которая предполагает, что курс может временно отклоняться от своего долгосрочного равновесия из-за разной скорости подстройки товарных и финансовых рынков [15]. Однако многочисленные эмпирические аномалии привели к развитию поведенческих финансов, которые объясняют реакции инвесторов через призму психологии [16].

Гипотеза чрезмерной реакции впервые была сформулирована Де Бондтом и Талером. Они показали, что инвесторы склонны слишком бурно реагировать на неожиданные и драматические события, придавая им избыточный вес. Это приводит к тому, что цены активов отклоняются от своих фундаментальных значений, а затем следует коррекция в обратном направлении [17]. В контексте решений Банка России это может означать, что после неожиданно резкого повышения ставки курс национальной валюты укрепляется сильнее, чем следовало бы, а затем происходит частичный откат.

Гипотеза недостаточной реакции, наоборот, утверждает, что инвесторы могут реагировать на новую информацию слишком медленно и не в полной мере. Это может быть связано с когнитивными искажениями, такими как консерватизм или эффект привязки, когда инвесторы слишком сильно полагаются на старую информацию. В результате цена актива постепенно движется к своему новому равновесному значению в течение некоторого времени после выхода новости. Применительно к российскому рынку, это может проявляться в плавном, а не мгновенном укреплении рубля в течение нескольких дней или недель после повышения ставки.

Исследования на развитых рынках показывают, что неожиданные изменения ставок ока-

зывают статистически значимое влияние на валютные курсы. Как правило, неожиданное повышение ставки ведет к укреплению национальной валюты [18, 19]. Работы, использующие высокочастотные данные (минутные или тиковые), подтверждают, что основная реакция рынка происходит в первые минуты после объявления [20]. Некоторые исследования также свидетельствуют об асимметричной реакции: рынок может реагировать сильнее на повышение ставки, чем на ее понижение, особенно в периоды неопределенности.

Вместе с тем анализ российского рынка подтверждает общую закономерность: решения Банка России по ключевой ставке являются значимым фактором для курса рубля. Аналитики Банка России и независимые эксперты отмечают, что влияние решений по ставке на курс усилилось после перехода к плавающему курсу. Неожиданные повышения ставки, как правило, приводят к укреплению рубля, и наоборот. Также существуют свидетельства, что в периоды высокой волатильности и кризисов (например, в 2014, 2022 гг.) рынок демонстрировал признаки чрезмерной реакции. Резкие и неожиданные действия Банка России вызывали панические или эйфорические настроения, приводя к краткосрочным «прострелам» курса с последующей коррекцией. В более спокойные периоды, когда действия Банка России предсказуемы, может наблюдаться недостаточная реакция. Рынок, уже заложивший в цены ожидаемое решение, слабо реагирует на сам факт его объявления, но может постепенно корректировать курс в последующие дни, анализируя детали заявления и обновленные прогнозы регулятора.

Хотя в ряде исследований количественно изучался механизм денежно-кредитной трансмиссии в России, лишь немногие из них включали в свой анализ поведенческие аспекты. В связи с этим растёт пробел в понимании того, как ожидания, настроения и доверие опосредуют связь между изменениями ключевых процентных ставок и колебаниями обменного курса в специфическом институциональном и геополитическом контексте России.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Исследование включает 1738 ежедневных наблюдений за курсом доллара США к российскому рублю, а выборка включает 53 ежедневных наблюдений за объявлениями о ключевой ставке. В исследовании используются ежедневный обменный курс доллара США к российскому рублю из базы данных Seeking Alpha и данные ключевых ставок из Календаря решений Банка России [21, 22].

В табл. 1 указан номер события, дата объявления ключевой ставки в течение исследуемого периода с 3 января 2020 г. по 13 февраля 2026 г., тип объявления (например, Банк России объявляет о повышении, снижении или удержании ключевой ставки) и ключевая ставка на дату объявления.

Таблица 1. Объявления по ключевой ставке с 03.01.2020 по 13.02.2026 гг.
Table 1. Key rate announcements from 03.01.2020 to 13.02.2026

Событие №	Дата объявления	Тип объявления	Ключевая ставка
1.	07 февраля 2020 г.	Повысить	6.00%
2.	20 марта 2020 г.	Удерживать	6.00%
3.	24 апреля 2020 г.	Снизить	5,50%
4.	19 июня 2020 г.	Снизить	4,50%
5.	24 июля 2020 г.	Снизить	4,25%
6.	18 сентября 2020 г.	Удерживать	4,25%
7.	23 октября 2020 г.	Удерживать	4,25%
8.	18 декабря 2020 г.	Удерживать	4,25%
9.	12 февраля 2021 г.	Удерживать	4,25%
10.	19 марта 2021 г.	Повысить	4,50%
11.	23 апреля 2021 г.	Повысить	5.00%
12.	11 июня 2021 г.	Повысить	5,50%
13.	23 июля 2021 г.	Повысить	6,50%
14.	10 сентября 2021 г.	Повысить	6,75%
15.	22 октября 2021 г.	Повысить	7,50%
16.	17 декабря 2021 г.	Повысить	8,50%
17.	11 февраля 2022 г.	Повысить	9,50%
18.	28 февраля 2022 г.	Повысить	20.00%
19.	18 марта 2022 г.	Удерживать	20.00%
20.	08 апреля 2022 г.	Снизить	17.00%
21.	29 апреля 2022 г.	Снизить	14.00%
22.	26 мая 2022 г.	Снизить	11.00%
23.	10 июня 2022 г.	Снизить	9,50%
24.	22 июля 2022 г.	Снизить	8.00%
25.	16 сентября 2022 г.	Снизить	7,50%
26.	28 октября 2022 г.	Удерживать	7,50%
27.	16 декабря 2022 г.	Удерживать	7,50%
28.	10 февраля 2023 г.	Удерживать	7,50%
29.	17 марта 2023 г.	Удерживать	7,50%
30.	28 апреля 2023 г.	Удерживать	7,50%
31.	09 июня 2023 г.	Удерживать	7,50%
32.	21 июля 2023 г.	Повысить	8,50%
33.	15 августа 2023 г.	Повысить	12.00%
34.	15 сентября 2023 г.	Повысить	13.00%
35.	27 октября 2023 г.	Повысить	15.00%
36.	15 декабря 2023 г.	Повысить	16.00%
37.	16 февраля 2024 г.	Удерживать	16.00%
38.	22 марта 2024 г.	Удерживать	16.00%
39.	26 апреля 2024 г.	Удерживать	16.00%
40.	07 июня 2024 г.	Удерживать	16.00%
41.	26 июля 2024 г.	Повысить	18.00%
42.	13 сентября 2024 г.	Повысить	19.00%
43.	25 октября 2024 г.	Повысить	21.00%
44.	20 декабря 2024 г.	Удерживать	21.00%
45.	14 февраля 2025 г.	Удерживать	21.00%
46.	21 марта 2025 г.	Удерживать	21.00%
47.	25 апреля 2025 г.	Удерживать	21.00%
48.	06 июня 2025 г.	Снизить	20.00%
49.	25 июня 2025 г.	Снизить	18.00%
50.	12 сентября 2025 г.	Снизить	17.00%
51.	24 октября 2025 г.	Снизить	16.50%
52.	19 декабря 2025 г.	Снизить	16.00%
53.	13 февраля 2026 г.	Снизить	15.50

Источник: составлено авторами

Source: compiled by the authors

Результаты табл. 1 показывают, что Банк России принимал решения о ключевой ставке 53 раза за исследуемый период, 37,7% объявлений касались сохранения ключевой ставки, 34,0% – ее повышения и 28,3% – ее снижения. С другой стороны, ключевая ставка выросла с 6% 7 февраля 2020 г. до 16% по состоянию на 13 февраля 2026 г. Таким образом, Банк России не менял денежно-кредитную политику в течение исследуемого периода, поскольку она позволяет рублю колебаться в зависимости от рыночных сил, но вмешивается при необходимости для стабилизации волатильности, используя управляемый плавающий курс.

Натуральный логарифм итогового обменного курса использовался для итогового обменного курса USD/RUB с целью получения временного ряда непрерывно начисляемых доходов, а именно:

$$\text{Log } R_t = \text{Log} \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right), \quad (1)$$

где $\text{Log } R_t$ – натуральный логарифм итогового обменного курса USD/RUB;

P_t и P_{t-1} представляют итоговый обменный курс USD/RUB в моменты времени t и $t - 1$ соответственно.

Аномальная доходность (AR):

Представим разницу между фактической доходностью USD/RUB и ее ожидаемой доходностью, которая измеряется как средняя доходность USD/RUB за исследуемый период.

$$AR_t = R_t - E(R)_t, \quad (2)$$

где R_{it} – действительная доходность USD/RUB в день t ;

$E(R)_t$ – ожидаемая доходность по паре USD/RUB в течение периода исследования.

Средняя аномальная доходность (AAR):

В этом исследовании реализуется окно вокруг события от -5 до +5 дней (окно событий – это временной период вокруг определенной даты события, используемый для оценки влияния этого события на доходность акций).

$$AAR_i(t_1, t_n) = \frac{1}{n} \sum_{t_1}^{t_n} AR_{it}, \quad (3)$$

где n – номера событий;

i – представляет окно событий;

AR – аномальная доходности USD/RUB за каждый день в течение периода исследования t .

Т-критерий Стьюдента использовался для проверки того, существенно ли отличается от нуля средняя аномальная доходность (AAR) аномальной доходности USD/RUB, связанной с объявлениями о ключевой ставке, при уровне значимости 5% в течение периода исследования.

$$T = \frac{AAR}{\sigma(AAR)}, \quad (4)$$

где AAR – средний AR по всем объявлениям ключевых ставок;

$\sigma(AAR)$ – стандартная ошибка AAR.

Тестовые прогоны анализируют непрерывные последовательности изменений доходности пары USD/RUB; стабильность доходности обозначается символом (0). Любое изменение, увеличивающее доходность, обозначается символом (+), а изменение, уменьшающее доходность, обозначается символом (-); инверсия символа в последовательности доходностей означает начало новой закономерности. Для проверки предположения о независимости доходности в ряду обменных курсов подсчитывается количество случайных знаковых закономерностей в ряду, после чего обычно используется тест для выявления наличия статистических корреляционных связей, которые не обнаруживаются тестом на автокорреляцию.

В текущем исследовании значения выше среднего значения доходности кодируются как положительные, а значения ниже медианы – как отрицательные. Серия определяется как серия последовательных положительных (или отрицательных) значений.

Нулевая гипотеза определяется как:

- последовательность была получена случайным образом.

Альтернативная гипотеза определяется как:

- последовательность не была создана случайным образом.

Тестовое значение Z , необходимое для фактического числа прогонов в тесте, рассчитывается по следующей формуле:

$$Z = R - E(R) \cdot \sigma_R, \quad (5)$$

где R – наблюдаемое число прогонов;

$E(R)$ – ожидаемое число прогонов;

σ_R – стандартное отклонение числа прогонов.

Значения $E(R)$ и σ_R вычисляются следующим образом:

$$E(R) = \frac{2(n_a \cdot n_b)}{n_a + n_b} + 1, \quad (5)$$

$$\sigma_R = \sqrt{\frac{2n_a n_b (2n_a n_b - n_a - n_b)}{(n_a + n_b)^2 (n_a + n_b - 1)}}, \quad (6)$$

где n_a и n_b – количество положительных и отрицательных результатов в серии.

Тест отвергает нулевую гипотезу, если:

$$|Z| > Z_{1-\alpha/2}, \quad (7)$$

где $Z_{1-\alpha/2}$ – значение найдено в таблице стандартизированного нормального распределения для уровня значимости $\alpha=5\%$.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ И ИХ ОБСУЖДЕНИЕ

В табл. 2 представлены результаты событийного исследования доходности пары USD/RUB после объявления ключевой ставки Банком России. Как видно из табл. 2, средняя доходность пары USD/RUB отрицательна до объявления в течение 5 дней при общем изменении -0.97%, с другой стороны, средняя доходность положительна после объявления в течение 5 дней при общем изменении 0.41%.

Кроме того, значения теста Т-Стьюдента отрицательны на уровне 5% до 5 дней с момента объявления ключевой ставки, с другой стороны, значения теста Т-Стьюдента положительны на уровне 5% через 5 дней с момента объявления ключевой ставки, поэтому ее объявление приводит к значительной чрезмерной реакции до даты объявления и недостаточной реакции после даты объявления о доходности пары USD/RUB.

Таблица 2. Результаты событийного исследования доходности пары USD/RUB после объявления Банком России ключевой ставки
Table 2. Event analysis results of the USD/RUB pairing profitability after the Bank of Russia key rate announcement

День события	AAR	Процент AAR	Стандартное отклонение	Т-Стьюдент	Р-значение
-5	-0.0010	(0,10%)	0.0154	(0.4773)	0,00000*
-4	-0.0054	(0,54%)	0.0170	(2.2752)	0,00000*
-3	-0.0029	(0,29%)	0.0195	(1.0879)	0,00000*
-2	0.0004	0,04%	0.0196	0.1459	0,00000*
-1	-0.0042	(0,04%)	0.0191	(1.5981)	0,00000*
0	0.0067	0,67%	0.0214	2.2463	0,00000*
1	0.0011	0,12%	0.0204	0.3829	0,00000*
2	-0.0012	(0,12%)	0.0200	(0.4332)	0,00000*
3	-0.0025	(0,25%)	0.0207	(0.8780)	0,00000*
4	0.0029	0,29%	0.0210	0.9994	0,00000*
5	0.0037	0,37%	0.0208	1.3000	0,00000*

Примечания:
 1) Цифра в скобках указывает на отрицательные значения.
 2) Р-значение стремится к пределу, равному нулю.
 3) Р-значение, отмеченное звездочкой, указывает на 5%-ный уровень значимости.

Источник: составлено авторами
Source: compiled by the authors

Как показано в табл. 1, большинство объявлений сохраняло ключевую ставку без изменений, поэтому инвесторы на валютном рынке начинают понимать после ее объявления, что повышение уже частично заложено в цены. Следовательно, первоначальный скачок цен сменяется в последующие дни (именно 4 и 5 дней после объявления). Эта коррекция отражает чрезмерную реакцию рынка на объявление.

Согласно табл. 2, валютный рынок отреагировал на объявление с задержкой – рубль ослаб только в течение 4 и 5 последующих дней. Это может объясняться тем, что инвесторы сначала не осознали важность новости в полной мере или ожидали развития событий. Постепенно, когда рынок начал переоценивать ситуацию, курс рубля начал снижаться. Такая отложенная реакция характерна для случаев, когда рынок изначально недооценивает значимость информации.

Дополнительно, в целях верификации устойчивости выявленных закономерностей и оценки потенциала их практической имплементации в рамках спекулятивных стратегий на валют-

ном рынке, был проведен сигнальный тест. Данный тест направлен на определение возможности извлечения избыточной доходности по валютной паре USD/RUB в периоды волатильности, обусловленной анонсированием решений Банка России по ключевой ставке.

В табл. 3 представлены результаты проведенного теста. Количество фактических прогонов доходности USD/RUB составило 883, что превышает ожидаемое количество прогонов 864, необходимое для принятия гипотезы случайного блуждания на уровне значимости 5%. Следовательно, результаты теста подтверждают гипотезу случайного блуждания доходности USD/RUB.

Число фактических циклов доходности USD/RUB за 5 дней до объявления ключевой ставки составляет 127, что равно ожидаемому числу циклов доходности за 5 дней до объявления. При этом значение Z равно нулю. Поэтому в текущем исследовании принимается гипотеза случайного блуждания для доходности USD/RUB за 5 дней до объявления.

В то время как фактическое количество прогонов доходности USD/RUB через 5 дней после объявления составило 135, что превышает ожидаемое количество прогонов 118, необходимое для принятия гипотезы случайного блуждания на уровне значимости 5%. Таким образом, результаты прогонов принимает

гипотезу случайного блуждания в течение 5 дней после объявления доходности USD/RUB.

Исходя из вышеизложенного, существует вероятность получения дополнительной доходности от волатильности обменного курса USD/RUB в период (± 5) дней до/после объявления ключевой ставки Банком России.

Таблица 3. Результаты тестовых прогонов для доходности USD/RUB
Table 3. Results of test runs for USD/RUB profitability

Данные	Тестовое значение (среднее)	Случай < тестового значения	Случай > тестового значения	Всего случаев	Фактическое количество прогонов	Ожидаемое количество прогонов	Значение коэффициента	Асимпт. сиг. (2хвостый)
Доходность USD/RUB	0,000000	938	799	1737	883	864	0,921	0,357
До объявления доходность USD/RUB	0.000000	111	149	260	127	127	(0.155)	0,877
После объявления доходность USD/RUB	0,000982	154	106	260	135	118	1,085	0,278

Источник: составлено авторами

Source: compiled by the authors

Сравнение средней аномальной доходности (AAR) пары USD/RUB в контексте решений Банка России по ключевой ставке выявило существенное противоречие между краткосрочными рыночными аномалиями и фундаментальной эффективностью рынка. Но сравнение между результатами, представленными в табл. 2 и табл. 3, позволяют сделать вывод о том, что выявленные аномалии, а именно скачки на 4-5 день после объявления являются скорее рыночным шумом или разовыми коррекциями в период исследования с 3 января 2020 г. по 13 февраля 2026 г., а не надежным сигналом.

Таким образом, исследование заключается в том, что получение дополнительной доходности (сверхприбыли) по паре USD/RUB в 10-дневном окне объявлений о ключевой ставке невозможно. Рынок эффективно поглощает информацию, а движение цен соответствует модели случайного блуждания, что нивелирует любые спекулятивные стратегии, основанные на циклическом повторении событийных реакций.

ОБСУЖДЕНИЕ ОГРАНИЧЕНИЙ ИССЛЕДОВАНИЯ

1. Отсутствуют данные, позволяющие определить тип инвесторов, вызвавших реакцию (институциональный или индивидуальный инвестор).

2. Сложности в выявлении факторов, влияющих на решения участников рынка, так как объявление ключевой ставки может сопровождаться введением новых мер валютного контроля или изменением нормативов продажи экспортной выручки. Это создает «шум», который может перекрыть эффект от объявленной ключевой ставки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данном исследовании проверялась возможность чрезмерной или недостаточной реакции обменного курса USD/RUB после объявления ключевой ставки Банком России. Результаты данного исследования объясняют влияние поведенческих предубеждений как чрезмерную реакцию до объявления решения, которая привела к росту курса рубля по отношению к доллару выше уровней, оправданных фундаментальными факторами, а затем к недостаточной реакции инвесторов после объявления, когда курс рубля начал снижаться по отношению к доллару, поскольку инвесторы постепенно переоценивали перспективы в течение следующих 5 дней.

Выявленная закономерность могла бы позволить инвесторам покупать доллары до объявления ключевой ставки по относительно низкому курсу и перепродавать их после объявления по более высокому курсу. Однако практическая реализация такой стратегии сталкивается с существенными ограничениями: комиссии значительно сокращают потенциальную прибыль от краткосрочных операций, разница между bid и ask может полностью нивелировать небольшие ценовые движения, в периоды повышенной волатильности вокруг объявлений ликвидность может снижаться, что затрудняет исполнение ордеров по желаемым ценам, а непредсказуемость реакции рынка на конкретное решение Банка России делает стратегию высокорискованной.

После сравнения средней аномальной доходности (AAR) пары USD/RUB со средней доходностью USD/RUB до и после объявления ключевой ставки Банком России, данное исследование показало, что изменения ключевой ставки оказывают значительное поведенческое влияние на доходность пары USD/RUB. Однако этим поведенческим эффектом нельзя воспользоваться на краткосрочном (дневном горизонте) временном

горизонте, поскольку тип объявления невозможно предсказать заранее, что сохраняет случайный характер доходности от изменений обменного курса пары USD/RUB как показывают результаты тестовых прогнозов.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

The authors declare no conflict of interest.

ЛИТЕРАТУРА

1. **Асяева Э.А., Мягкова Ю.Ю.** Международные проекты Банка России в рамках антисанкционного регулирования. *Банковские услуги*. 2025. № 10. С. 41–48. DOI: 10.36992/2075-1915_2025_10_41. EDN VGQPUO.
2. The World Bank. Russian Federation Country Economic Memorandum. <https://documents1.world-bank.org/curated/en/099725104112326740/pdf/IDU0334e610d047c504ef10b8d4011a90ab9a9a2.pdf>.
3. **Гурвич Е., Прилепский И.** Влияние финансовых санкций на российскую экономику. *Вопросы экономики*. 2016. № (1). С. 5–35. DOI: 10.32609/0042-8736-2016-1-5-35.
4. **Рамазанов Д.И.** О взаимосвязи экономической свободы и инфляции. *Современные наукоемкие технологии. Региональное приложение*. 2024. Т. 1. № 77. С. 18–22. DOI: 10.6060/snt.20247701.0003.
5. **Асяева Э.А., Мягкова Ю.Ю.** Трансформация индивидуальных инвестиционных счетов в России. *Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]*. 2025. Т. 3. № 65. С. 6–16. DOI: 10.6060/ivecofin.2025653.727.
6. **Домбровский М.** Таргетирование инфляции в переходной экономике. <https://infourok.ru/marek-dombrovski-targetirovanie-inflyacii-v-perehodnoj-ekonomike-4831051.html>.
7. **Евдокимова Т.В., Зубарев А.В., Трунин П.В.** Влияние реального обменного курса рубля на экономическую активность в России. М.: Издательство Института Гайдара. 2013. 164 с.
8. **Асяева Э. А., Белянчикова Т. В., Богачева М. Ю. и др.** Финансовый рынок и финансовые технологии: учеб. пособие. М.: КноРус. 2026. 352 с. EDN FHVNLL.
9. International Monetary Fund. Russian Federation: 2015 Article IV Consultation. <https://factcheck.kz/wp-content/uploads/2018/09/cr15211r.pdf>.
10. International Monetary Fund. Russian Federation: 2019 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report. Washington D.C.: International Monetary Fund. 2019. 73 p. DOI: 10.5089/9781513516264.002.
11. **Главина С.Г., Яровая Т.А.** Влияние цифровой валюты центрального банка на финансовую стабильность. *Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]*. 2024. Т. 1. № 59. С. 6–12. DOI: 10.6060/ivecofin.2024591.668.
12. **Бибикова Е.А., Махмудова Ф.А.** Методические подходы к оценке инвестиционной деятельности коммерческих банков. *Современные наукоемкие технологии. Региональное приложение*. 2024. Т. 2. № 78. С. 6–14. DOI: 10.6060/snt.20247802.0001.
13. **Frenkel J.A., Rodriguez K.A.** Exchange Rate Dynamics and the Overreaction Hypothesis. <https://www.nber.org/papers/w0832>.
14. **Omes N., Kalcheva K.** Diagnosing the "Dutch Disease": Does it Exist in Russia? <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2007/102/001.2007.issue-102-en.xml>.

REFERENCES

1. **Asyaeva E.A., Myagkova Yu.Yu.** International Projects of the Bank of Russia within the Framework of Anti-Sanctions Regulation. *Banking Services*. 2025. N 10. P. 41–48. DOI: 10.36992/2075-1915_2025_10_41. EDN VGQPUO. (in Russian).
2. The World Bank. Russian Federation Country Economic Memorandum. <https://documents1.world-bank.org/curated/en/099725104112326740/pdf/IDU0334e610d047c504ef10b8d4011a90ab9a9a2.pdf>.
3. **Gurvich E., Prilepsky I.** The Impact of Financial Sanctions on the Russian Economy. *Economic Issues*. 2016. N (1). P. 5–35. DOI: 10.32609/0042-8736-2016-1-5-35. (in Russian).
4. **Ramazanov D.I.** On the Relationship Between Economic Freedom and Inflation. *Modern High Technologies. Regional Application*. 2024. Vol. 1. N 77. P. 18–22. DOI: 10.6060/snt.20247701.0003. (in Russian).
5. **Asyaeva E.A., Myagkova Yu.Yu.** Transformation of Individual Investment Accounts in Russia. *Ivecofin*. 2025. Vol. 3. N 65. P. 6–16. DOI: 10.6060/ivecofin.2025653.727. (in Russian).
6. **Dombrowski M.** Inflation targeting in a transition economy. <https://infourok.ru/marek-dombrovski-targetirovanie-inflyacii-v-perehodnoj-ekonomike-4831051.html>. (in Russian).
7. **Evdokimova T.V., Zubarev A.V., Trunin P.V.** The influence of the real exchange rate of the ruble on economic activity in Russia. M.: Publishing house of the Gaidar Institute. 2013. 164 p. (in Russian).
8. **Asyaeva E.A., Belyanchikova T.V., Bogacheva M.Yu. et al.** Financial Market and Financial Technologies: A Textbook. Moscow: KnoRus. 2026. 352 p. EDN FHVNLL. (in Russian).
9. International Monetary Fund. Russian Federation: 2015 Article IV Consultation. <https://factcheck.kz/wp-content/uploads/2018/09/cr15211r.pdf>.
10. International Monetary Fund. Russian Federation: 2019 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report. Washington D.C.: International Monetary Fund. 2019. 73 p. DOI: 10.5089/9781513516264.002.
11. **Glavina S.G., Yarovaya T.A.** Impact of the Central Bank Digital Currency on Financial Stability. *Ivecofin*. 2024. Vol. 1. N 59. P. 6–12. DOI: 10.6060/ivecofin.2024591.668. (in Russian).
12. **Bibikova E.A., Makhmudova F.A.** Methodological approaches to investment assessment activities of commercial banks. *Modern high technologies. Regional application*. 2024. Vol. 2. N 78. P. 6–14. DOI: 10.6060/snt.20247802.0001. (in Russian).
13. **Frenkel J.A., Rodriguez K.A.** Exchange Rate Dynamics and the Overreaction Hypothesis. <https://www.nber.org/papers/w0832>.
14. **Omes N., Kalcheva K.** Diagnosing the "Dutch Disease": Does it Exist in Russia? <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2007/102/001.2007.issue-102-en.xml>.
15. **Shiller R.J.** From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives*. 2003. Vol. 17. N 1. P. 83–104. DOI: 10.1257/089533003321164967.
16. **Shiller R.J.** Irrational Exuberance. <https://www.degruyter-brill.com/document/doi/10.1515/9781400865536/html>.

15. **Shiller R.J.** From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives*. 2003. Vol. 17. N 1. P. 83–104. DOI: 10.1257/089533003321164967.
16. **Shiller R.J.** Irrational Exuberance. <https://www.degruyter-brill.com/document/doi/10.1515/9781400865536/html>.
17. **De Bondt W.F.M., Thaler R.H.** Is the Stock Market Overreacting? *Journal of Finance*. 1985. Vol. 40. P. 793–808.
18. **Andersen T.G., Bollerslev T., Diebold F.H., Vega K.** Micro Effects of Macroeconomic Announcements: Real-Time Price Discovery in the Foreign Exchange Market. *American Economic Review*. 2003. Vol. 93. N 1. P. 38–62.
19. **Barberis N., Shleifer A.A., Vishny R.V.** Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*. 1998. Vol. 49. P. 307–343. DOI: 10.1016/S0304-405X(98)00027-0.
20. **Clarida R., Gali J., Gertler M.** The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*. 1999. Vol. 37. N 4. P. 1661–1707.
21. Seeking Alpha Database. USD/RUB Data - (2026). <https://seekingalpha.com/symbol/USD:RUB/historical-price-quotes>.
22. Официальный сайт Банка России. Календарь решений по ключевой ставке – (2026). https://www.cbr.ru/eng/dkp/cal_mp/#t2.
17. **De Bondt W.F.M., Thaler R.H.** Is the Stock Market Overreacting? *Journal of Finance*. 1985. Vol. 40. P. 793–808.
18. **Andersen T.G., Bollerslev T., Diebold F.H., Vega K.** Micro Effects of Macroeconomic Announcements: Real-Time Price Discovery in the Foreign Exchange Market. *American Economic Review*. 2003. Vol. 93. N 1. P. 38–62.
19. **Barberis N., Shleifer A.A., Vishny R.V.** Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*. 1998. Vol. 49. P. 307–343. DOI: 10.1016/S0304-405X(98)00027-0.
20. **Clarida R., Gali J., Gertler M.** The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*. 1999. Vol. 37. N 4. P. 1661–1707.
21. Seeking Alpha Database. USD/RUB Data - (2026). <https://seekingalpha.com/symbol/USD:RUB/historical-price-quotes>.
22. Official website of the Bank of Russia. Calendar of decisions on key rate – (2026). https://www.cbr.ru/eng/dkp/cal_mp/#t2. (in Russian).

Поступила в редакцию 03.02.2026
 Принята к опубликованию 17.02.2026

Received 03.02.2026
 Accepted 17.02.2026