

Международная макроэкономика в приложении
к экономикам СФР и России. Роль валютного
курса в принятии решений по ДКП.

К.А. Стырин, Ph.D.
советник экономический
Департамент исследований и прогнозирования

Летняя школа Банка России
Санкт-Петербург, 4 июля 2023 г.

Настоящая презентация отражает личную позицию автора. Содержание данной презентации не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.

План лекции

- 1 Как устроен валютный рынок?
- 2 Трилемма ДКП в открытой экономике
- 3 Роль обменного курса для ДКП в СФР, таргетирующих инфляцию
- 4 Особенности сырьевых экономик
- 5 Глобальный финансовый цикл
- 6 Макропруденциальная политика, накопление ЗВР, контроль за движением капитала, интервенции на валютном рынке
- 7 Равновесие на валютном рынке в условиях “новой реальности”

Как устроен валютный рынок?

- Покупатели иностранной валюты (ИВ):
 - импортеры
 - инвесторы – покупатели иностранных активов и продавцы российских активов
 - домашний центральный банк (ЦБ), накапливающий золотовалютные резервы (ЗВР), т.е. покупающий иностранные активы
 - иностранные ЦБ, продающие домашние активы
- Продавцы ИВ:
 - экспортеры
 - инвесторы – покупатели российских активов и продавцы иностранных активов
 - домашний ЦБ РФ, расходующий ЗВР, т.е. продающий иностранные активы
 - иностранные ЦБ, покупающие домашние активы

Простейшая модель формирования обменного курса

- Упрощающее предположение — два периода: краткосрочная перспектива и долгосрочная перспектива
- *Долгосрочная* перспектива:
 - все номинальные цены гибкие \Rightarrow деньги нейтральны
 - равновесие на товарном рынке: относительный спрос на домашние и иностранные товары = относительное предложение домашних и иностранных товаров \Rightarrow равновесный реальный курс Q_{+1}
 - номинальный курс:

$$E_{+1} = Q_{+1} \frac{P_{+1}}{P_{+1}^*}$$

- домашний и иностранный уровни цен, P_{+1} и P_{+1}^* , пропорциональны объемам денежного предложения, M_{+1} и M_{+1}^* , соответственно (нейтральность денег в долгосрочной перспективе)

- *Краткосрочная* перспектива:
 - номинальные цены жесткие \Rightarrow деньги не нейтральны
 - равновесие на рынке активов: непокрытый паритет процентных ставок (uncovered interest parity, UIP) = квази-условие отсутствия арбитража:

$$1 + R = (1 + R^*) \frac{E_{+1}^e}{E},$$

где E_{+1}^e ожидаемое значение обменного курса (в долгосрочной перспективе)

- На (ожидаемый) долгосрочный курс влияют *перманентные* шоки, но не временные шоки
- Домашняя процентная ставка R устанавливается ЦБ в ответ на шоки исходя
- Задачи денежно-кредитной политики (ДКП): стабильная предсказуемая инфляция вблизи цели (4% в год в России) + сглаживание делового цикла

Трилемма ДКП в открытой экономике

- UIP подразумевает отсутствие ограничений на трансграничное движение капитала, что делает возможным арбитраж
- если ЦБ фиксирует номинальный курс, то $E = E_{+1}^* = \bar{E}$ и, как следствие, $R = R^*$, т.е. домашний ЦБ отказывается от проведения собственной ДКП и, вместо этого, вимпортирует ДКП из-за границы
- Трилемма: из трех условий ДКП в открытой экономике может удовлетворять только двум:
 - ① свободное трансграничное движение капитала
 - ② фиксированный номинальный курс
 - ③ независимая ДКП

Таргетирование инфляции в открытой экономике

- “Наилучшие практики” ДКП: гибкое таргетирование (прогноза) инфляции + плавающий обменный курс
- Расширенная модель Манделла – Флеминга:

$$\begin{aligned} Y &= A + NX \\ A &= \xi - aR - fE \\ NX &= b(Y^* - Y) + cE \\ E &= d(R^* - R) + \rho \end{aligned}$$

где ξ – шок совокупного спроса, ρ – премия за риск

- ЦБ манипулирует процентной ставкой (инструмент ДКП) в ответ на инфляционные риски, которые возникают вследствие
 - положительного разрыва выпуска
 - изменений валютного курса (эффект переноса)

Особенности сырьевых экономик

- доминируют шоки предложения (изменение условий торговли), а не шоки спроса
- ⇒ компромиссный выбор (policy trade-off) между стабилизацией инфляции и стабилизацией разрыва выпуска
- у стран с формирующимися рынками (СФР – emerging market economies, EMEs) часто значительная часть внешнего долга (не только государственного, но и частного) деноминирована в иностранной валюте ⇒ финансовый канал трансмиссии
- рост мировых цен на сырье ⇒
 - снижение страновой премии за риск
 - трансграничный приток капитала
 - реальное укрепление
 - рост кредита и цен активов
 - риск накопления дисбалансов в финансовом секторе ⇒ потенциальная угроза финансовой стабильности

Глобальный финансовый цикл

- Высокая корреляция в темпах роста кредита, цен активов и склонности инвесторов к принятию риска между странами
- ДКП США объясняет 20-25% глобального финансового цикла
- Изменение ДКП в крупных экономиках (США, Еврозона) оказывают эффект на денежно-кредитные условия (процентные ставки) в других странах *независимо* от режима валютного курса (фиксированный или плавающий)
- Dilemma Not Trilemma?
- Гибкий валютный курс не выполняет роль абсорбента шоков?
- Введение контроля за движением капитала – единственный способ вернуть независимость домашней ДКП?

Макропруденциальная политика и валютные интервенции

- Макропруденциальный контроль за трансграничным движением капитала
 - как средство смягчить эффект глобального финансового цикла и усилить контроль над домашней ДКП
 - в комбинации со стимулирующей ДКП как альтернатива стимулирующей фискальной политике (перекрывает внешние эффекты домашней ДКП)
- Валютные интервенции в режиме *плавающего курса*
 - отклонения курса от фундаментального уровня
 - финансовый канал эффекта курса на активность (“боязнь свободного плавания” – fear of floating)

“Новая реальность”

- Трансграничное движение капитала ограничено вследствие санкций и контроля за движением капитала (запрет для резидентов покупать иностранные активы)
- Равновесный курс определяется на товарных рынках + валютные интервенции БР