

Платежный баланс, валютный курс и валютные кризисы

Ирина Козловцева

г. Москва, 2023

Платежный баланс (BP)

Счёт текущих операций (CA):

- Торговый баланс (чистый экспорт)
- Чистые факторные доходы
- Международные трансферты

Счет движения капитала (CF):

- Покупка и продажа активов (прямые или портфельные инвестиции, покупка недвижимости)
- Изменение обязательств

Счет изменения золотовалютных резервов (OR):

- Изменение в золотовалютных резервах ЦБ

$$BP = CA + CF (+OR) = 0$$

Платежный баланс (BP)

$$BP=CA+CF(+OR)=0$$

От чего зависит платежный баланс?

CA в основном состоит из чистого экспорта, он зависит от

- Выпуска внутри страны
- Выпуска за границей
- Валютного курса

CF зависит от

- Ставки процента в стране
- Ставки процента за границей
- Премия за риск

Примеры учета различных операций

- Экспорт нефти из России на 100\$ (+100 в СА)
- Иностраный турист потратил 25\$ на сувениры из Москвы (+25\$ в СА)
- Гражданин России потратил 10\$ на страховку в иностранном государстве (-10\$ в СА)
- Иностранцы сделали вклады в российский банк на 100\$ (+100\$ в CF)
- Иностранцы возвращают сделанный ранее вклад и начисленные 10% доходности (-100\$ в CF и -10\$ в СА)
- Из Китая в Германию по территории России перевезли партию телефонов, причем стоимость телефонов 150\$, а услуги по перевозке обошлись в 30\$ (+30\$ в СА)
- Иностраный гражданин получил 10\$ в качестве процентов по российским облигациям на свой расчетный счет в российском банке и сразу с него купил акции ММК (не учитывается)
- Иностраный гражданин получил 10\$ в качестве процентов по российским облигациям на свой расчетный счет в российском банке, перевел их на свой зарубежный счет, а затем вернул их обратно для покупки акций ММК (-10\$ в СА и +10\$ в CF)

Платежный баланс при плавающем курсе

- Предположим, что $CA+CF < 0$
- Поскольку ЦБ не вмешивается в функционирование валютного рынка, спрос на иностранную валюту превышает предложение и национальная валюта должна обесцениваться
- При обесценении курса национальной валюты, иностранные товары становятся дороже, а отечественные – дешевле
- Из-за этого экспорт растет, а импорт – сокращается, т.е. увеличивается чистый экспорт
- Рост чистого экспорта отражается в росте сальдо счета текущих операций, а значит ВР становится равным 0

Платежный баланс при фиксированном курсе

- Предположим, что $CA+CF < 0$
- Это означает, что без вмешательства ЦБ спрос на иностранную валюту превышал бы предложение и национальная валюта должна была бы обесцениться
- Чтобы этого не допустить, ЦБ должен увеличить предложение иностранной валюты
- Для этого ЦБ сокращает золотовалютные резервы (соответствует $OR > 0$)

Балансовые уравнения

Рассмотрим уравнение платежного баланса

$$BP = CA + CF = 0$$

Переписываем это уравнение:

$$CA = -CF$$

Для упрощения предположим, что международные трансферты и ЧФД равны 0, тогда это уравнение принимает вид

$$CF = -Xn$$

Теперь возьмем основное макроэкономическое тождество

$$Y = C + I + G + Xn$$

Перенесем потребление и государственные расходы в левую часть и немного ее преобразуем

$$Y - C - G = (Y - T - C) + (T - G) = I + Xn$$

Балансовые уравнения

$$Y - C - G = (Y - T - C) + (T - G) = I + Xn$$

Мы знаем, что $S_{pr} = Y - T - C$, а $S_{gov} = T - G$, тогда

$$S_{pr} + S_{gov} = I + Xn$$

Мы знаем, что все инвестиции равны всем сбережениям, т.е.

$$S_{pr} + S_{gov} + S_{for} = I$$

Значит, что $S_{for} = -Xn = CF$

- Если $CF < 0$, а $Xn > 0$, то государство является нетто-кредитором на международном рынке капитала
- Если $CF > 0$, а $Xn < 0$, то государство является нетто-заемщиком на международном рынке капитала

Режимы валютного курса

- Плавающий валютный курс: ЦБ не вмешивается в функционирование валютного рынка
- Фиксированный валютный курс: ЦБ вмешивается в функционирование валютного рынка с целью поддержать курс на некотором заранее объявленном уровне
- Много промежуточных уровней: управляемое плавание, валютный коридор и т.д.
- Курс также может быть объявлен плавающим, но ЦБ может стремиться его фиксировать.

Плавающий валютный курс

- Есть валютный рынок, на нем стороны предъявляют спрос и предложение: кто-то предлагает доллары и предъявляет спрос на рубли, другие же предъявляют спрос на доллары и предлагают рубли.
- Экспортеры предлагают иностранную валюту и предъявляют спрос на отечественную
- Например, если растет цена на нефть, экспортеры нефти получают большее количество долларов при том же объеме экспорта, поэтому предложение иностранной валюты становится больше, курс падает, отечественная валюта укрепляется

Фиксированный валютный курс

- Полная замена национальной валюты иностранной (например, Эквадор)
- Валютный совет ($1\text{USD} = \text{HK}\$7.80 \pm 0.05$, $1\text{EUR} = 1.95583\text{BGN}$)
- Crawling peg, или ползущая привязка ($\$1 \text{USD} = 3.75 \text{SAR}$)
- Множество других видов привязок

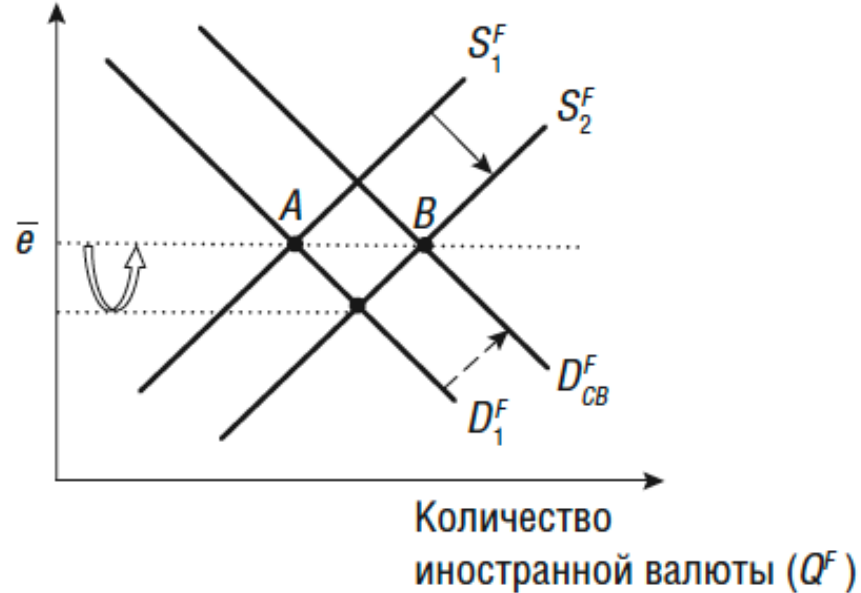
Фиксированный валютный курс

- Есть те же две стороны обмена: те, кто предъявляет спрос на валюту, и те, кто ее предлагает
- НО! При фиксированном валютном курсе есть еще и Центральный банк, который активно вмешивается в формирование валютного курса
- Если ЦБ видит колебания в курсе и хочет внести какие-то коррективы в рынок, чтобы вернуть курс на прежний уровень
- Для примера с экспортерами и удорожанием нефти: ЦБ не хочет, чтобы отечественная валюта укреплялась, он увеличивает спрос на иностранную валюту, что приводит к возвращению курса на прежний уровень
- Важно! ЦБ не умеет уменьшать спрос или предложение валюты, он может их только увеличивать.

Фиксированный валютный курс

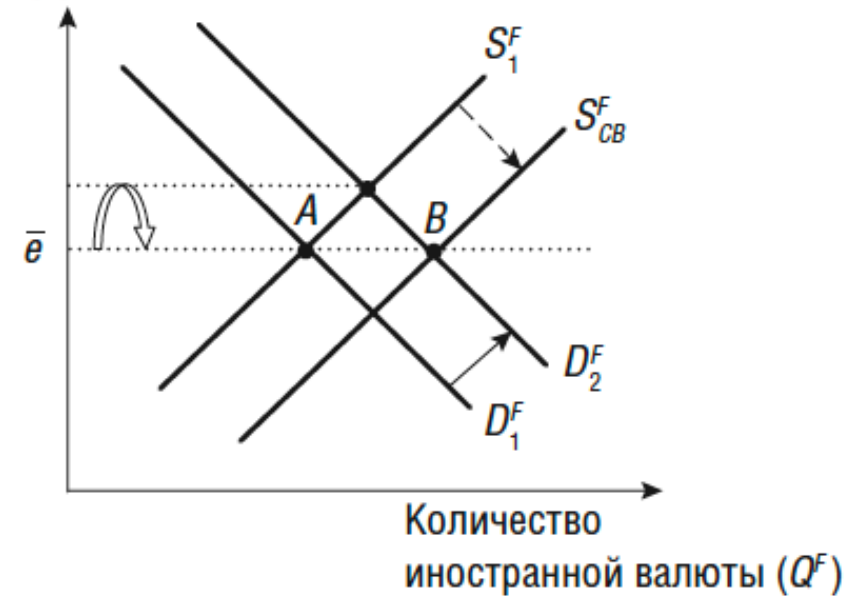
а) Увеличение предложения иностранной валюты

Валютный курс национальной денежной единицы (e)



б) Увеличение спроса на иностранную валюту

Валютный курс национальной денежной единицы (e)



Фиксированный валютный курс

- Что происходит на балансе ЦБ? Растет денежная база

Активы	Обязательства
Изменение резервов иностранной валюты + 100 млн руб.	Изменение в количестве наличных денег в обращении + 100 млн руб.

- Что делать для того, чтобы база не менялась? ЦБ проводит стерилизованные интервенции

Активы	Обязательства
Изменение резервов иностранной валюты + 100 млн руб.	Изменение в количестве наличных денег в обращении + 100 млн руб.
Изменение в количестве государственных облигаций – 100 млн руб.	Изменение в количестве наличных денег в обращении – 100 млн руб.
Общее изменение активов 0 млн руб.	Общее изменение обязательств 0 млн руб.

Плюсы и минусы каждого режима

Плавающий курс:

- Независимая монетарная политика
- Нужно меньше заботиться о размерах резервов
- Колебания валюты никто не ограничивает

Фиксированный курс

- Меньше колебания валютного курса
- Более стабильные цены экспортных и импортных товаров
- Существует риск, что резервов не хватит для поддержания валютного курса и случится валютный кризис
- Большое влияние внешних шоков на внутреннюю экономику

Трилемма международных финансов

Невозможно иметь одновременно

- Фиксированный валютный курс
- Свободное движение капитала
- Независимая монетарная политика

Трилемма международных финансов

- ЦБ пытается провести стимулирующую монетарную политику в стране с фиксированным курсом
- Падение ставки процента внутри страны ведет к оттоку капитала
- Это ведет к росту спроса на иностранную валюту, валюта начинает обесцениваться
- ЦБ должен продать часть ЗВР, при этом изымая нац.валюту из экономики
- В итоге попытка нарастить денежную массу приводит к тому, что ее приходится сокращать для удержания курса

Валютные кризисы

- Во время валютного кризиса происходит значительное обесценение национальной валюты по отношению к иностранным за короткий промежуток времени
- Происходит переоценка активов и пассивов, номинированных в иностранной валюте
- Возрастает вероятность наступления банковского или долгового кризиса
- Их подразделяют на несколько типов в зависимости от причин возникновения

Валютные кризисы первого поколения

- Падение фиксированного валютного курса происходит из-за длительной стимулирующей фискальной политики, финансирование которой проводится за счет денежной эмиссии
- ЦБ придерживается фиксированного валютного курса. Однако все понимают, какой сложится курс, если ЦБ отпустит курс в данный момент времени (теневой валютный курс)
- Этот курс постепенно растет, отражая истощение ЗВР ЦБ из-за финансирования государственных расходов
- Пример: Мексика 1973-1982, Аргентина 1978-1981

Валютные кризисы второго поколения

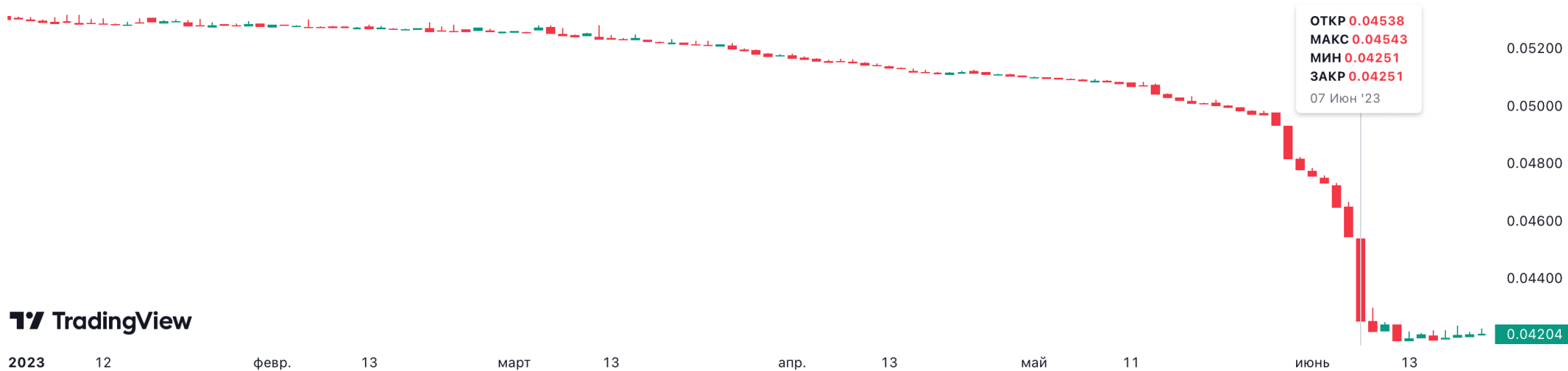
- Существует оптимизационное правило, исходя из которого ЦБ выбирает, какой политики придерживаться
- Это правило может противоречить цели по поддержанию фиксированного курса
- Инвесторы могут обвалить курс раньше, понимая, что ЦБ может отказаться от фиксации курса для достижения других целей
- Пример: Великобритания в 1992 году отказалась от привязки курса к немецкой марке, поскольку Германия повысила ставки в связи с резким ростом экономики, в то время как в самой Великобритании был спад.

Валютные кризисы третьего поколения

- Важную роль играют финансовые рынки и банки
- В одной из версий моделей основная идея состоит в том, что банки и фирмы в странах с развивающимися рынками имеют значительный валютный дисбаланс (много займов в иностранной валюте, а активы в национальной).
- Пример: Азиатский финансовый кризис(1997)

Турция

- 28 мая – результаты второго тура выборов
- 8 июня – известно о назначении Хафизе Гайе Эркин на пост главы ЦБ Турции
- 22 июня – решение о ключевой ставке



Турция

- Ставка была повышена до 15% (при прогнозе 20-40%)

