

**Влияние внешней валютной позиции на макроэкономическую политику**

Невозможность одновременно поддерживать фиксированный режим обменного курса, полную либерализацию операций по финансовому счету и проводить независимую денежно-кредитную политику (ДКП) («невозможная троица») отмечалась как в теоретической (начиная с модели Манделла–Флеминга), так и в эмпирической литературе. Однако в условиях усиления международной финансовой интеграции, с одной стороны, и сохранения доминирующей роли доллара в мировой финансовой системе – с другой, возможности центральных банков проводить автономную ДКП могут сокращаться даже при поддержании гибкого курсового режима из-за опасений по поводу финансовой стабильности (в т.ч. ввиду наличия валютных дисбалансов в корпоративном секторе).

Риски, связанные с международной финансовой интеграцией, регулярно подчеркиваются в обзорах МВФ, указывающих на продолжение роста дисбалансов чистой международной инвестиционной позиции. Вместе с тем очевидно, что соответствующие риски более выражены для стран, у которых значительная доля внешних обязательств номинирована не в национальных, а в мировых резервных валютах (прежде всего это страны с формирующимися рынками).

В докладе представлены результаты изучения влияния внешних позиций в иностранной валюте на элементы макроэкономической политики, связанные с «невозможной троицей». Расчеты проводились на основе опубликованной в 2019 г. базы данных по валютным позициям 38 развитых стран и стран с формирующимися рынками, включая Россию, за 1990-2017 гг. из работы Venetrix et al. (2019).

Во-первых, исследовалось воздействие внешней позиции на степень автономности ДКП. Для этого для стран с не фиксированным режимом курса оценивалось правило Тейлора на панельных данных со страновыми фиксированными эффектами; помимо ожидаемой инфляции и разрыва выпуска, в число регрессоров включалась ставка в «базовой» экономике – США или еврозоне (определяемой исходя из исторического опыта таргетирования курса национальной валюты) и ее произведение на чистую внешнюю валютную позицию. Обнаружено, что ставки «базовой» экономики оказывают значимое влияние на ставки национальной экономики (с коэффициентом 0,3), но его величина сокращается при более высокой внешней валютной позиции (ее рост на 10% ВВП ассоциируется с ослаблением на 2,3–3,3 б.п. реакции на изменение ставки в «базовой» экономике на 1%). Далее изучалось предположение, что ДКП реагирует также на динамику

реального обменного курса. Оценка показала, что центральные банки действительно стремятся снизить его колебания (ослабление на 1% ассоциируется с повышением ставки на 3–5 б.п.), при этом амплитуда реакции уменьшается при положительной внешней валютной позиции. Например, в российском случае итоговый эффект изменения реального курса на ключевые ставки значимо не отличается от нуля. Полученный результат соответствует концепции финансового канала влияния обменного курса: положительная внешняя позиция означает меньшее потенциальное негативное влияние колебаний курса на макроэкономическую и финансовую стабильность.

Во-вторых, изучалось влияние валютной позиции на режим курсовой политики. Хотя эмпирическая литература указывает на преимущества гибкого режима с точки зрения адаптации к шокам условий торговли или внешнего спроса, в условиях отрицательной внешней позиции опасения по поводу внешних финансовых шоков могут подтолкнуть центральный банк к отказу от применения плавающего курса. Априори можно было ожидать положительную корреляцию чистой валютной позиции и гибкости обменного курса. Действительно, при фиксированном курсе ожидания его стабильности стимулируют рост валютных заимствований. Увеличение отрицательной позиции, в свою очередь, снижает вероятность отказа от фиксированного курса ввиду роста рисков для финансовой стабильности. Для проверки этой гипотезы проводились *logit*-регрессии индикатора фиксированного курса на чистую валютную позицию и контрольные переменные (индекс качества институтов, отношение внешнеторгового оборота к ВВП, доля страны в мировой экономике, наличие в прошлом эпизодов гиперинфляции, уровень международных резервов). Использовалась модель с фиксированными страновыми эффектами с использованием процедуры *logitfe* в среде STATA (позволяющей получать состоятельные оценки коэффициентов и средних предельных эффектов как для статической, так и для динамической панельной регрессии); для смягчения проблемы эндогенности регрессоры включались с лагом один год. Результаты оценки статических моделей подтвердили предположение о значимом влиянии чистой валютной позиции на курсовой режим, хотя его величина в терминах средних предельных эффектов невелика: при прочих равных условиях, при росте чистой внешней валютной позиции в предыдущем году на 10% ВВП вероятность поддержания фиксированного курса в текущем году снижается на 1%. Рассмотрение же динамических моделей указывает на высокую устойчивость курсовых режимов; при этом, хотя знаки влияния валютной позиции не изменяются по сравнению со статическими моделями, коэффициенты становятся незначимыми. Вероятно, это отражает отмеченную выше эндогенность чистой валютной позиции по отношению к курсовому режиму.

В-третьих, анализировалась связь валютных позиций и степени либерализации финансового счета. Известно, что после кризиса 2008–2009 гг. многие страны ужесточили контроль над потоками капитала, чтобы повысить предсказуемость условий на национальных финансовых рынках. Важно оценить, насколько наличие контроля над потоками капитала связано с ранее накопленными валютными дисбалансами. В качестве индикатора либерализации использовалась бинарная переменная, полученная на основе индекса либерализации Fernandez et al. (2016), с порогом, соответствующим медиане для рассматриваемой выборки стран и периодов. Знак корреляции между внешней валютной позицией и степенью либерализации априори неочевиден. С одной стороны, в условиях положительной позиции у регуляторов может быть меньше опасений по поводу либерализации ввиду большей устойчивости к внешним финансовым шокам. С другой стороны, известно, что в странах с низким уровнем развития финансового сектора либерализация может приводить к избыточному накоплению внешнего долга в иностранной валюте. В качестве контрольных переменных использовались подушевой ВВП, индикаторы достаточности резервов, качества институтов и внешнеторговой открытости, а также режим обменного курса; все регрессоры включались с лагом один год. В статической модели, при прочих равных условиях, при росте чистой внешней валютной позиции в предыдущем году на 10% ВВП вероятность поддержания высокой степени либерализации в текущем году повышается на 3%. Отмечается также положительное влияние гибкости курса на либерализацию. Возможно, в условиях положительной внешней позиции и гибкого курса власти более позитивно оценивают способность частного сектора управлять валютными рисками в сценарии либерализации. В рамках динамической модели эффекты валютной позиции и курсового режима незначимы.

Можно заключить, что степень влияния внешней валютной позиции на ДКП, курсовую политику и политику управления капитальными потоками различается. Положительная позиция значительно повышает автономность действий монетарных властей (что должно позволять им в большей степени концентрироваться на решении задачи ценовой стабильности). Влияние же на «боязнь плавающего курса» и либерализацию финансового счета менее явно – вероятно, ввиду двунаправленного характера связей между стимулами к накоплению внешних активов и обязательств, с одной стороны, и данными элементами макроэкономической политики – с другой.

#### Литература

Benetrix, A., Gautam, D., Juvenal, L., and Schmitz, M. (2019). Cross-border currency exposures. New evidence based on an enhanced and updated dataset // IMF Working Paper 19/299.

Fernandez, A., Klein, M., Rebucci, A., Schindler, M., and Uribe, M. (2016). Capital control measures: A new dataset // *IMF Economic Review*, 64(3), 548–574.