ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЛИЯНИЯ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА НА ПРОВЕДЕНИЕ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

А. Е. Новак, И. Е. Хвостова

В статье раскрыты вопросы структуры платежного баланса, рассмотрены различия в подходах к анализу его эффектов, приведен обзор существующих направлений исследований факторов динамики платежного баланса. Наибольшее внимание уделено особенностям использования монетарных инструментов для стабилизации платежного баланса в зависимости от выбранного страной валютного режима.

Монетарная политика тесно связана с динамикой различных статей платежного баланса. Если страна выбирает режим плавающего валютного курса, то факторы платежного баланса определяют динамику рыночного курса иностранной валюты, и, как следствие, влияют на макроэкономические показатели. Поэтому динамика платежного баланса является важным индикатором монетарной политики. Ситуация становится значительно сложнее, если страна придерживается одного из промежуточных валютных режимов. С одной стороны, центральный банк старается не допускать значительных текущих колебаний валютного курса, то есть возможен значительный краткосрочный платежный дисбаланс. С другой стороны, монетарные власти вынуждены думать о будущей валютной стабильности, для чего необходимо корректировать валютную политику таким образом, чтобы возникающий дисбаланс уменьшить. Поэтому платежный баланс в данном случае выступает не только индикатором, но и целью монетарной политики, так как часть усилий центральному банку приходится направлять в том числе и на его стабилизацию. Подобную картину можно было наблюдать во многих развивающихся странах в период мирового финансового кризиса в 2008–2009 гг. Например, некоторые страны СНГ (Украина, Беларусь, Таджикистан, Киргизия и другие) были вынуждены девальвировать свои валюты в большей степени для того, чтобы сократить наметившийся негативный платежный дисбаланс.

Цель данной работы — рассмотреть различные теоретические аспекты влияния платежного баланса на проведение монетарной политики. В работе раскрыты вопросы содержания и структуры платежного баланса, рассмотрены различия в подходах к анализу его эффектов, приведен обзор существующих направлений исследований факторов динамики платежного баланса. Наибольшее внимание уделено особенностям использования монетарных инструментов для стабилизации платежного баланса в зависимости от выбранного страной валютного режима.

Содержание и структура платежного баланса

Все многообразие внешнеэкономических операций страны отражается в ее платежном балансе, который является важным показателем и инструментом, позволяющим предвидеть степень возможного участия страны в мировой торговле, международных экономических связях и установить ее платёжеспособность.

Платежный баланс — систематические записи всех платежей данной страны другим странам и денежных платежей, поступающих в данную страну из-за границы, в течение определенного периода [1, с. 21].

Наиболее распространенным методом составления баланса является метод, разработанный Международным валютным фондом (МВФ) на основе принятого ООН «Руководства по платежному балансу». По этому методу баланс подразделяется на две части: счета текущих операций и счета движения капитала (таблица).

Счета текущих операций включают в себя движение товаров и услуг, а также трансферты. Следовательно, составными частями счета баланса текущих операций являются торговый баланс, баланс услуг («невидимых операций») и баланс трансфертов.

Счет движения капитала связан с долгосрочными вложениями. Он включает в себя баланс долгосрочных капиталов (покупку и продажу ценных бумаг и недвижимости, получение-выдачу займов и прямые инвестиции) и баланс краткосрочных капиталов.

Отдельно стоящим звеном является баланс резервов. Эта составляющая платежного ба-

Таблица

Схема платежного баланса по методике МВФ

A. 1) Текущие операции
Торговый баланс
Баланс услуг
Баланс оплаты труда
Баланс инвестиционных расходов
Баланс трансфертов
2) Баланс текущих операций
B. Прямые инвестиции и долгосрочный капитал
Прямые инвестиции
Портфельные инвестиции
Прочий долгосрочный капитал
C. Прочий долгосрочный капитал
D. Ошибки и пропуски
E. Компенсирующие статьи (переоценка золотовалютных резервов и др.)
F. Чрезвычайное финансирование
G. Обязательства, образующие валютные резервы иностранных официальных органов.
H. Итоговое изменение резервов
Золото
СДР
Резервная позиция в МВФ
Иностранная валюта
Прочие требования
Кредиты МВФ

ланса характерна для стран с промежуточным или фиксированным валютным курсом. Она отражает изменение международных резервов государства.

Таким образом, платежный баланс можно представить следующим образом, в зависимости от режима валютного курса:

$$BP = CA + KA - \Delta IR, \qquad (1)$$

где BP — платежный баланс, CA — счет текущих операций, KA — счет капитала, ΔIR — изменение международных резервов. Отметим, что последняя составляющая равна нулю для стран с плавающим режимом валютного курса, что будет подробнее рассмотрено далее.

В целом платежный баланс должен сводиться к формальному равновесию. Когда говорят о дефиците платежного баланса, то подразумевают несбалансированность платежей и поступлений по текущим операциям платежного баланса, при котором поступления в валюте меньше платежей. Возникает отрицательное (пассивное) сальдо платежного баланса. При активном платежном балансе поступления выше платежей по текущим операциям. Образуется положительное (активное) сальдо платежного баланса. В этом случае страна использует свое положительное сальдо для экспорта капитала в различных формах.

Способом, позволяющим скорректировать несбалансированность платежного баланса, является изменение валютного курса. Если в стране наблюдается активное сальдо платежного баланса и экспорт больше импорта, тогда приток иностранной валюты в страну приведет к укреплению национальной валюты. Это сделает отечественные товары более дорогими для иностранцев, и экспорт, соответственно, сократится. Импорт же, наоборот, увеличит свои объемы. Обратное также верно: при дефиците платежного баланса будет происходить ослабление отечественной валюты. Таким образом, платежный баланс автоматически станет сбалансированным. Однако страны с промежуточным или фиксированным валютным курсом могут использовать свои резервы для балансировки всего платежного баланса и сглаживания колебаний валютного курса. В этом и состоит основное отличие в структуре платежного баланса для стран с разными валютными режимами.

Важной составляющей платежного баланса также является счет движения капитала. На него влияет относительное соотношение ставок процента в странах с учетом ожидаемого изменения валютного курса. Например, в период кризиса для стабилизации совокупного спроса странам необходимо снижать ставку процента. При этом они также должны учитывать, как эти действия отразятся на платежном балансе, а, следовательно, и на валютном курсе.

Подводя итог вышесказанному, состояние платежного баланса страны определяется многочисленными обстоятельствами — динамикой внешней торговли, потребностями в иностранном капитале для целей развития, событиями на валютном рынке, ситуацией с внешней задолженностью стран. Государство стремится регулировать платежный баланс, однако в зависимости от выбранного валютного режима меры, предпринимаемые для регулирования, могут быть различны. Возможности использования монетарных инструментов зависят от режима валютного курса, которого придерживается страна. Подробнее данный вопрос рассматривается в следующих параграфах.

Возможность корректировки платежного баланса при различных валютных режимах

Режим валютного курса характеризует порядок установления курсовых соотношений между валютами. В целом различают фиксированный, плавающий и разные виды промежуточного валютного курса. Принятая МВФ классификация[1] делит валюты на три группы:

— валюты с большой гибкостью;

— валюты с ограниченной гибкостью;

— валюты с привязкой.

При режиме фиксированного валютного курса центральный банк устанавливает на определенном уровне курс национальной валюты к валюте, по отношению к которой осуществляется привязка. Привязка также может производиться относительно корзины валют (обычно в нее входят валюты основных торгово-экономических партнеров). Для стран с фиксированным курсом валюты характерна невозможность проведения самостоятельной монетарной политики, так как ставка процента будет выравниваться относительно той страны, к чьей валюте осуществляется фиксация.

Для стран с режимом плавающего валютного курса характерно отсутствие валютных ограничений. При таком режиме курс валюты относительно свободно изменяется под влиянием спроса и предложения на валюту. Режим плавающего курса не исключает частичного проведения центральным банком некоторых мероприятий, направленных на регулирование валютного курса. В этом случае режим будет носить название «грязное» плавание. При режиме плавающего курса страны могут использовать ставку процента как инструмент монетарной политики. При этом валютный курс автоматически подстраивается под выбранную ставку с учетом состояния платежного баланса.

К промежуточным режимам валютного курса по классификации МВФ относятся: режим управляемого плавания, валютного коридора и ползучей привязки.

Страны с промежуточным режимом используют как ставку процента, так и валютный курс, в том случае если не существует полной мобильности капитала. Это вытекает из трилеммы о ставке процента, валютном курсе и ограничений на движение капитала (*impossible trinity*).

[1] IMF De Facto Classification of Exchange Rate Regimes April 31, 2008.

На процесс установления курса валюты влияет состояние платежного баланса, поэтому платежный баланс будет различен для стран с плавающим режимом валютного курса и других режимов. Так, характерной чертой для стран с промежуточным и фиксированным валютным курсом является наличие в платежном балансе дополнительной компоненты — изменение международных резервов. Именно эта составляющая позволяется сглаживать колебания или полностью фиксировать валютный курс в условиях несбалансированности платежного баланса. Факторы динамики платежного баланса будут рассмотрены далее.

Факторы динамики платежного баланса

Среди множества работ, анализирующих динамику платежного баланса, можно выделить несколько направлений исследований. Первая группа работ посвящена изучению реакции торгового баланса на изменение валютного курса, во второй группе уделено внимание исследованию эффекта разворота платежного баланса, в третьей — изучается динамика капитального счета в зависимости от различных финансовых факторов.

Торговый баланс как элемент механизма денежной трансмиссии

Механизм денежной трансмиссии в открытой экономике в значительной степени зависит от условий торговли страны, то есть текущего счета платежного баланса (Гали, Монаселли [16], Свенссон [35, 36]). Торговые потоки изменяются под воздействием относительных изменений цен на торгуемые товары и динамики капитальных потоков.

Традиционный подход к моделированию динамики платежного баланса предлагает его запись в приведенной форме (Роуз [33], Ли и Чин [23], Бойд [5], Гомес [18]):

$$b_t = x_t - m_t - (s_t - p_t + p_t^*) = x_t - m_t - e_t, \quad (2)$$

где b — торговый баланс, p — уровень цен в стране, p^* — за рубежом, m — объем импорта, s — номинальный валютный курс, x — объем экспорта. Все переменные логарифмированы, e — реальный эффективный валютный курс.

Девальвация обычно ассоциируется с улучшением торгового баланса. Однако не существует единого мнения о том, как эффекты экспорта и импорта распределены во времени. Еще

Оркут [30] утверждал, что торговый поток поразному реагирует на небольшие и временные шоки и на большие постоянные изменения, каким и является девальвация. Это означает, что подстройка торгового баланса к большим изменениям цен или номинального валютного курса происходит быстрее, чем подстройка к малым изменениям. Именно поэтому отклик текущего счета платежного баланса в кризис (что предполагает значительную девальвацию) может отличаться от его реакции в обычный некризисный период. В этой же работе исследуется вопрос о разных откликах на номинальный и реальный курс валюты.

Впоследствии данный эффект был исследован для стран с различными режимами валютного курса. Например, Вилсон и Такас [40] и Джанс и Румберг [20] изучали различие в откликах на изменение курсов для стран в период следования режиму фиксированного валютного курса. Вилсон и Такас получили результаты, свидетельствующие об одинаковом отклике торгового баланса на номинальный курс и изменение цен. Джанс и Румберг подвергли это результат критике и показали, что время реакции на изменение номинального курса меньше, чем на изменение цен. Эта идея получила дальнейшее развитие в работах Бахмани-Оскои [3], Бахмани-Оскои и Кара [4], Хакер и Хатеми [19], Бойд [5], Гомес и Паз [18].

Стоит отметить, что указанных работах также прослеживается так называемый эффект *J*-формы. Этот феномен заключается в том, что первоначальный эффект от девальвации оказывается негативным для торгового баланса (сокращение импорта превышает рост экспорта), но с течением времени объем экспорта начинает расти из-за конкурентоспособных цен и, в конечном итоге, торговый баланс значительно растет. Джанс и Румберг объясняют эффект *J*-формы существованием некоторой задержки во времени: лагами признания рынком изменившихся условий, лагом принятия решений, лагом поставки, лагом замены и продуктовым лагом.

Результаты Вилсона и Такаса также получили дальнейшее развитие. В работе 1991 г. Тегин [39], используя метод векторной авторегрессии, пришел к выводу, что функции экспорта и импорта одинаково реагируют на относительные изменения цен и изменения номинального курса.

Следующим направлением исследований по данной теме стало изучение влияния девальвации на динамику платежного баланса. Девальвация национальной валюты обычно ассоциируется с улучшением торгового баланса, но сопровождается подстройкой к изменениям реального валютного курса с некоторым лагом, размер которого определяется особенностями каждой отдельно взятой страны. Может оказаться даже, что для некоторых стран он будет нулевым. Изучение этого эффекта связывают также с проблемой существования так называемого условия Маршалла — Лернера: девальвация будет сопровождаться ростом торгового баланса, если сумма ценовой эластичности экспорта и импорта больше единицы. Эмпирические исследования реакции торгового баланса на колебания валютного курса в большинстве своем говорят о том, что условие не выполняется в краткосрочном периоде [18]. Однако полученные выводы верны не для всех стран. Реакция может зависеть от валютного режима, от размера колебаний и она различается для случаев реальной и номинальной девальвации.

Выполнение условия Маршалла — Лернера исследовалось и для России. В нескольких работах были рассчитаны значения ценовой эластичности для России. По оценкам Джианелла и Чантелуп [17], долгосрочная ценовая эластичность импорта и ненефтяного экспорта колеблется в пределах от 0,6 до 0,7. Полученные оценки позволяют заключить, что условие Маршалла — Лернера выполняется, следовательно, колебания валютного курса отражаются на динамике торгового баланса: девальвация приводит к его улучшению.

Другое направление исследований взаимосвязи платежного баланса и валютного курса посвящено ответу вопрос, как неуравновешенность платежного баланса влияет на курс иностранной валюты с течением времени. В большинстве теоретических работ применяется динамический подход к анализу того, каким образом международные платежи развиваются в зависимости от совместного динамического поведения различных компонентов платежного баланса.

В работе Мюллера-Плантенберга [27] ,опубликованной в 2010, резюмируются теоретические результаты исследования динамики валютного курса (в частности работы Миза, Рогоффа, Чунга, Чина, Паскуаля и других) и приводятся

модели, объясняющие фундаментальные различия взаимодействия валютного курса и международных платежей в зависимости от наложенных страной ограничений на потоки капитала и валютного режима страны. В работе подробно рассматриваются обе стороны платежного баланса: как финансовая, так и реальная, в частности, их взаимодействие в течение периода времени и предлагается пять вариантов одной динамической системы. Так как данная работа представляет собой обобщение теоретических моделей предыдущих исследователей, рассмотрим ее подробнее.

Первая модель в работе — случай закрытой экономики, где платежи по текущим операциям осуществляются в наличной форме, является эталоном сравнения других модификаций модели. Здесь и во всех следующих случаях предполагается, что реальный обменный курс зависит от избыточных запасов валюты на валютном рынке. Кроме того, условие Маршалла — Лернера выполняется и счет текущих операций постепенно приспосабливаться к изменениям реального обменного курса. Эти реалистичные предположения показывают, как первоначальный дисбаланс счета текущих операций может привести к долгосрочным колебаниям счета текущих операций и реального обменного курса.

Во второй модели дисбаланс счета текущих операций финансируется за счет долга. Поток платежей происходит с задержкой, в результате чего воздействие счета текущих операций на валютный курс распределяется на более длительный временной горизонт. В то время как счет текущих операций и обменный курс по-прежнему цикличны, разрыв между переменными становится больше. Модель представляет опыт платежного баланса и динамики валютного курса в Японии в последние десятилетия.

Третья модель рассматривает влияние временного автономного притока капитала в страну. Такой приток вызывает временное повышение валютного курса, даже если текущий счет сильно ухудшается. Модель воспроизводит опыт Соединенных Штатов в начале 1980-х и конца 1990-х гг. В обоих эпизодах страна сталкивается с сильным притоком капитала и валюта укрепляется, несмотря на массово растущий дефицит счета текущих операций.

Четвертый вариант — страна с фиксированным обменным курсом, для которой временный приток иностранного капитала может привести к ухудшению сальдо счета текущих операций и наращиванию внешних требований, которые в конечном счете могут привести к истощению резервов и ослаблению валюты. Модель хорошо согласуется с ситуацией в странах, пострадавших от валютных кризисов.

В заключительной пятой модели показано, как в тех же рамках модели, но в условиях режима ползучей привязки можно избежать валютного кризиса и поддерживать относительную устойчивость курса валюты.

Теоретические модели в работе Мюллера и Платенберга имеют и эмпирическое подтверждение. Базьер и Малдер [6], Эйченгрин [11], Понтин и Сирегар [31] показали, что такие переменные, как счет текущих операций, рост экспорта, международные резервы и краткосрочный международный долг являются хорошими индикаторами в предсказании валютных кризисов.

Платежный баланс как целевой ориентир монетарной политики

Платежный баланс становится ориентиром (промежуточной целью) монетарной политики в случае, когда стабильность валютного режима находится под угрозой. Исследования, посвященные данной теме, опираются на утверждение о существовании так называемого устойчивого уровня текущего счета платежного баланса — такого уровня, при котором страна способна удовлетворять все свои обязательства по иностранным займам за счет текущих и будущих сбережений. В свете этого предположения считается, что дефицит торгового баланса становится проблемой для монетарных властей и может сменить свою динамику, поставив под угрозу стабильность монетарной сферы, когда его уровень превышает устойчивый предел. Так, для США он составляет около 5% от ВВП (Манн [24], Фрюнд [14, 15])), для Новой Зеландии, Португалии, Сингапура — 10% (Саммерс [34]), Франции, Италии, Испании — 3% (Тейлор [38]).

Смена динамики платежного баланса в литературе получила название «разворота». Большинство работ, посвященных развороту платежного баланса, предполагают действие рыночных механизмов подстройки в случае плавающих режимов валютного курса (Обстфельд и Рогоф [29], Фрюнд [14], Манн [24]). В случае для стран с промежуточными валютными режи-

мами разворот контролируется монетарными властями, которые пытаются корректировать действие рыночных факторов. Эффект разворота тогда возникает как замедленная реакция компонентов платежного баланса на проводимую ЦБ коррекцию валютного курса, либо как сглаженная реакция ЦБ на платежный дисбаланс.

Дисбаланс действительно ставит под угрозу валютный режим в стране, разворот при этом сопровождается обесценением национальной валюты. В работе Фрюнд [15] суммарный эффект от девальвации для развитых стран был оценен на уровне 20%. Если использовать определение Франкеля и Роуза [13], о девальвация национальной валюты на 25% и более в номинальном выражении считается валютным кризисом, соответственно, можно говорить о том, что дисбалансы в платежном балансе могут быть катализаторами развития валютного кризиса, к такому выводу приходит и Эдвардс [10]. Угроза кризиса стимулирует монетарные власти с переходными режимами валютного курса вмешиваться в процесс разворота.

Нельзя точно оценить, насколько успешно работает коррекция ЦБ, однако сглаживание процесса девальвации, несомненно, позволяет избежать больших потерь агентов. Существуют исследования для развивающихся стран, показывающие, что эффект разворота не обязательно влечет за собой валютный кризис. В работе Милеси-Ферретти и Разин [25] менее трети случаев в выборке из 105 стран систематически сопровождались валютным кризисом.

Рассмотренный эффект демонстрирует, что при одинаковых внешних условиях в странах с плавающим и переходным режимом валютного курса девальвация будет происходить в разное время и с разной скоростью. Более того, в краткосрочном периоде совместная динамика текущего счета платежного баланса и реального валютного курса может иметь разное направление из-за коррекции монетарных властей.

Роль капитального счета в анализе платежного баланса

Капитальный счет платежного баланса выходит на первый план в период проблем с ликвидностью и платежеспособностью. В странах с плавающим режимом валютного курса дисбаланс приводит в действие рыночные механизмы, ставка процента диктует инвесторам, куда направить денежные потоки. Если монетарные власти предпочитают влиять на установление равновесия платежного баланса, то негативный шок оттока капитала связан с двумя альтернативами: а) снижением выпуска в ответ на сокращение инвестиций; б) использованием международных резервов для смягчения удара по внутреннему спросу (Джеанн [32]). Использование, например, процентной ставки в целях регулирования капитальных потоков может привести к негативным последствиям, как это показано работах Лаири и Вей [22], Пак-Ханг [26] и только усилить проблемы в финансовой сфере.

В случае негативного шока высокие процентные ставки работают в двух направлениях: а) повышают спрос на процентные ликвидные активы внутри страны; б) увеличивают стоимость обслуживания государственного долга. Таким образом, эффект неопределенности проявляется в кризисный период и характерен для стран с промежуточными режимами валютного курса.

Связь между финансовыми переменными не выглядит однозначной, относительно небольшой негативный шок (например, в таком показателе, как процентная ставка) может привести к радикальным изменениям в динамике капитального счета и иметь серьезные последствия для социальной сферы, тема поднимается в работах Кальво [7], Чанг [8]. В первой работе на примере финансового кризиса в Мексике в 1994 г. показано, что в мире, где международные связи хорошо развиты, реакция инвесторов на финансовые шоки может быть непропорционально большой, по крайней мере, первоначальная реакция. Причиной для этого может быть финансовая уязвимость страны или ожидания инвесторов. Во второй работе исследуется гипотеза о том, что на подстройку капитального счета к негативному шоку влияет длина контрактов.

Финансовые факторы в периоды кризиса и отсутствия кризиса могут оказывать совершенно разное влияние на капитальный счет платежного баланса страны. Этот вывод наиболее характерен для стран, защищающих свой валютный режим.

Заключение

Резюмируя, важно отметить, что платежный баланс становится ориентиром (промежуточной целью) монетарной политики, когда возникает опасность для стабильности валютного режима. В этом случае дефицит торгового баланса стано-

вится проблемой для монетарных властей и может сменить свою динамику, когда его уровень превышает устойчивый предел. Угроза кризиса стимулирует монетарные власти с переходными режимами валютного курса вмешиваться в процесс разворота. Нельзя точно оценить, насколько успешно работает коррекция центрального банка, однако сглаживание процесса девальвации, несомненно, позволяет избежать больших потерь агентов. Таким образом, при одинаковых внешних условиях в странах с плавающим и переходным режимом валютного курса девальвация будет происходить в разное время и с разной скоростью. Более того, в краткосрочном периоде совместная динамика текущего счета платежного баланса и реального валютного курса может иметь разное направление из-за коррекции монетарных властей.

Счет капитала становится промежуточной целью монетарной политики в период проблем с ликвидностью и платежеспособностью. Как и в случае с торговым балансом, в странах с плавающим режимом валютного курса дисбаланс приводит в действие рыночные механизмы, ставка процента диктует инвесторам, куда направить денежные потоки. Если монетарные власти предпочитают вмешиваться в установление равновесия платежного баланса, то негативный шок оттока капитала может быть компенсирован за счет регулирования процентных ставок. Высокие процентные ставки в этом случае, во-первых, повышают спрос на процентные ликвидные активы внутри страны, а во-вторых, увеличивают стоимость обслуживания государственного долга. Таким образом, неопределенный эффект проявляется в кризисный период и характерен для стран с промежуточными режимами валютного курса.

В заключение стоит отметить, что большинство существующих эмпирических методов оценки взаимосвязи платежного баланса и реального валютного курса не учитывает приведенные выше особенности стабилизационного поведения монетарных властей, и поэтому применение этих методов может привести к искаженным оценкам коэффициентов реакции (эластичностей) элементов баланса на изменение реального валютного курса. Поэтому основным из направлений дальнейших исследований будет являться разработка макромодели экономики с микрообоснованными структурными уравнениями, позволяющими описать механизм трансмиссии шоков платежного баланса, а также определение несовершенств рынка, возникающих в период кризиса и позволяющих понять различную реакцию валютных режимов на шоки платежного баланса.

Список источников

1. Руководство по платежному балансу : пер. с англ.; 5-е изд. М.: МВФ, 1993. — 250 с.

2. *Anderson J. E.* The Mercantilist Index of Trade Policy // Boston College Working Papers in Economics. — 1998. — No 416.

3. *Bahmani-Oskooee M.* Determinants of international trade flows. The case of developing countries // Journal of Development Economics. — 1986. — No 20. — P. 107-123.

4. *Bahmani-Oskooee M., Kara, O.* Relative Responsiveness of Trade Flows to a Change in Prices and Exchange Rate // International Review of Applied Economics. — 2003. — No 17(3). — P. 293-308.

5. *Boyd D., Caporale G.M., Smith R.* Real exchange rate effects on the balance of trade. Cointegration and the Marshall-Lerner condition // International Journal of Finance and Economics. — 2001. — No 6. — P. 187–200.

6. *Bussiere M., Mulder, C.* External vulnerability in emerging market economies: How high liquidity can offset weak fundamentals and the effects of contagion // International Monetary Fund Working Papers. — 1999. No 88.

7. *Calvo G. A.* Capital Flows and Macroeconomic Management. Tequila Lessons // International Journal of Finance Economics. — 1996. — Vol. 1. — P. 207-223

8. *Chung K., Turnovsky S.* 2009. Foreign debt supply in an imperfect international capital market. Theory and evidence // Journal of International Money and Finance. — 2009. — No 29. — P. 201-223.

9. *Cole H., Kehoe T.* A Self-fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis // Journal of International Economics. — 1996. — No 41(3-4). — P. 309-330.

10. *Edwards S.* Does the Current Account Matter? // National Bureau of Economic Research Inc., 2001. WP No 8275

11. *Eichengreen B.* Capital Flows and Crises. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2003.

12. *Flood R. P. Marion N. P.* Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature // Journal of International Economics. — 1997. — No 43. — P. 263-286.

13. *Frankel J., Rose A.* Currency Crashes in Emerging Markets. An Empirical Treatment // Journal of International Economics. — 1996. — No 41(3-4). — P. 351-366.

14. *Freund C. L.* Current account adjustment in industrialized countries // International Finance Discussion Papers. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S). — 2000. — No 692.

15. *Freund C. L.* Current account adjustments in industrialized countries // Journal of International Money and Finance. — 2005. — No 24 (8). — P. 1278-1298.

16. *Galí J., Monacelli T.* Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Currency Union // Journal of International Economics. — 2008. — No 76(1). — P. 116-132.

17. *Gianella C. Chanterloup C.* Assessing Russia's Non-fuel Trade Elasticities: Does The Russian Economy React "Normally" To Exchange Rate Movements // Post-Communist Economies. — 2006. — No 19.

18. *Gomes F., Paz L.* Can real exchange rate devaluation improve the trade balance? The 1990–1998 Brazilian case // Applied Economics Letters. — 2005. — No 12. — P. 25–528.

19. *Hacker R., Hatemi-J. A.* The effect of exchange rate changes on trade balances in the short and long run. Evidence from German trade with transitional Central European Economies // Economics of Transition. — 2004. — No 12(4). — P. 777-799.

20. *Junz H., Rhomberg R. R.* Price competitiveness in export trade among industrial countries // American Economic Review, Papers and Proceedings. — 1973. — No 63. — P. 412–418.

21. *Kharel R., Martin C., Milas C.* The Complex Response of Monetary Policy to the Exchange Rate // Scottish Journal of Political Economy. — 2010. — No 57. P. 103-117.

22. *Lahiri A., Vegh C.* Delaying the Inevitable. Interest Rate Defense and Balance of Payments Crises // Journal of Political Economy. — 2003. — Vol. 111. No 2.

23. *Lee J., Chinn M. D.* The current account and the real exchange rate: a structural VAR analysis of major currencies // National Bureau of Economic Research Inc. — 1998. — WP No 6495.

24. *Mann C. L.* Perspectives on the US current account deficit and sustainability // Journal of Economic Perspectives. — 2002. –No 16(3). — P. 131-152.

25. *Milesi-Ferretti G. M., Razin A.* Current account reversals and currency crises: empirical regularities // IMF Working Papers. — 1998. — No 98-99.

26. Mo Pak-Hung 2009. Impossible Trinity, Capital Flow Market and Financial Stability // Kyklos, Blackwell Publishing. — Vol. 62(4) (november). — P. 611-618,.

27. *Muller-Plantenberg N.* Balance of payments accounting and exchange rate dynamics // International Review of Economics and Finance, 2010. №19,p 46–63

28. *Obstfeld M.* The Logic of Currency Crises // National Bureau of Economic Research Inc. — 1994. — WP 4640.

29. *Obstfeld M., Rogoff K.* The Unsustainable US Current Account Position Revisited. — University of California Berkeley, Mimeo, 2005. — WP № 10869.

30. *Orcutt Guy H.* Measurement of price elasticities in international trade // Review of Economics and Statistics. — 1950. — May. — P. 117-132.

31. *Pontines V., Siregar R.* Fundamental pitfalls of exchange market pressure-based approaches to identification of currency crises // International Review of Economics and Finance. — 2008. — No 17(3). — P. 345–365.

32. *Ranciere R. Jeanne O.* The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications // IMF Working Papers. International Monetary Fund. — 2006. — No 06(229).

33. *Rose A. K.* The role of exchange rates in a popular model of international trade: does the 'Marshall–Lerner's condition hold? // Journal of International Economics. — 1991. — No 30. — P. 301-316.

34. *Summers L.* Commentary // Hausman R., Rojas-Suarez, L. (Eds.), Volatile Capital Flows. Taming Their Impact on Latin America. — Baltimore : Inter-American Development Bank and Johns Hopkins University Press, 1996. — P. 53-57.

35. *Svensson L. E. O.* Comment // The future of monetary aggregates in monetary policy analysis // Journal of Monetary Economics. — 2003. — No 50(5). — P. 1061-1070.

36. *Svensson L. E. O.* Transparency and credibility. Monetary policy with unobservable goals // International Economic Review. — 2001. — No 42(2). — P. 369-397.

37. *Tang T. C.* A Reassessment of Aggregate Import Demand Function in the Assean-5: A Cointegration Analysis // The International Trade Journal. — 2004. — No 18(3).

38. *Taylor A. M.* A century of current account dynamics // Journal of International Money and Finance. — 2002. — No 21(6). — P. 725-748.

39. *Tegene A.* Trade flows, relative prices, and effective exchange rates. A VAR on Ethiopian data // Applied Economics. — 1991. — №23. — P. 1369-1375.

40. *Wilson J. F., Takacs W. E.* Differential responses to price and exchange rate influences in the foreign trade of selected industrial countries // Review of Economics and Statistics. — 1979. — №61(2). — P. 267-279.

УДК 339.72.053, 339.743

ключевые слова: платежный баланс, монетарная политика, валютный режим