

МИРОВОЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК: УРОКИ ДЛЯ БЕЛАРУСИ

Иван СЕРЕБРО,

студент третьего курса финансово-экономического факультета БГЭУ

Центральные банки и министерства финансов сегодня празднуют впечатляющую победу над своими старыми врагами, валютными трейдерами — обменные курсы уже более года остаются относительно стабильными и благоприятствующими проводимой экономической политике.

Доллар сильно поднялся после своего крупнейшего за всю историю падения весной прошлого года, японская иена и немецкая марка соответственно упали, обеспечив должжданный стимул для своих депрессивных экономик, а показатель стандартного отклонения (изменчивости) курсов основных валют достиг рекордно низких уровней.

Основными вопросами, более всего волнующими рынок сегодня, являются следующие:

1) Доллар — сохранится ли его восхождение, отмеченное за последние полтора года? Представляет ли оно фундаментальный поворот тренда после 20 лет уменьшения роли как мировой резервной и расчетной валюты или это просто краткосрочный взлет в ходе продолжающегося понижательного тренда? Много капиталов будет сделано и потеряно в ходе поиска правильного ответа на этот вопрос.

2) Движение к единой валюте в Европе. Будут ли трейдеры торговать марками, франками, лирами и песетами в 1999 г., или все они будут заменены "евро"?

Американский доллар поднялся на 42% и 17% соответственно со своих нижних уровней, достигнутых в

апреле 1995 г., против иены и DM и в конце октября 1996 г. составил 114 иен и 1,53 марки. Его статус как доминирующей торговой валюты сегодня неувязим — официальные источники показывают, что 83% спот-сделок с

доллара был также преопределен. Сегодня все более ясным становится то, что корень этой проблемы лежит больше в переоценке валют и стагнации экономик Японии и Германии, нежели в слабом долларе.

Какие события происходят сегодня на мировых валютных рынках, какие факторы (как долгосрочные, так и краткосрочные) влияют на движение обменных курсов, как обменные курсы влияют на состояние экономики, а также какие выводы из опыта самого либерализованного рынка можно сделать для регулирования курса белорусского рубля? — об этом размышления автора.

одной стороны происходит в долларах. Он также сохранил за собой и право называться основной резервной валютой: около 55% резервов всех государств мира — в долларах.

Ответ на поставленный выше вопрос неясен — фундаментальные факторы для подъема курса отличные, но вялое повышение в таких условиях, особенно против DM, заставляет многих задуматься об их силе. Среди этих факторов выделяют три основных: расширение международного экономического сотрудничества; смягчение монетарных политик в Японии и Германии; улучшение состояния экономики США, усиленное мудрой политикой Федерального Резерва по поддержанию доллара (последняя, в частности, сдерживала темпы роста цен).

Вопрос о повышении

В Америке большую роль сыграли следующие события. Во-первых, достижение двухпартийного согласия о желательности сбалансированного бюджета. Это сильно помогло при убеждении рынка в серьезности намерений американцев в деле наведения порядка в своей экономике. Во-вторых, назначение Роберта Рубина секретарем казначейства. Бывший старший партнер престижного уолл-стритовского банка Goldman-Sachs он сразу воспользовался уже имеющимся к нему доверием, а его последующие шаги значительно добавили кредитоспособности экономической политике администрации. С помощью оптимистических показателей экономики США, особенно по сравнению с Японией и континентальной Европой, он и председатель Федерального Резерва Алан

Гринспан смогли повернуть вспять глубоко укоренившийся скептицизм трейдеров в отношении доллара.

В Европе же начинает превалировать мнение о том, что 1 января 1999 г. здесь будет только одна валюта — "евро". Последние шаги политиков крупнейших стран, в первую очередь немецкого канцлера Коля, создали такую убежденность. В связи с этим каждый из потенциальных участников единой валюты стремится сделать курс своей валюты как можно ниже по отношению к другим участникам, чтобы обеспечить первоначальную ценовую конкурентоспособность своих компаний.

Рост иены по отношению к доллару со времен введения плавающих валютных курсов (в 1973 г. за доллар давали 360 иен, а в апреле 1995 г. — 79,75 иен) оказал огромное влияние на экономику Японии. Сегодня большинство крупных японских компаний строят свои новые заводы, филиалы и отделения за рубежом, главным образом в странах Юго-Восточной Азии, т.е. в местах с более дешевыми материальными ресурсами и рабочей силой (хотя они оказались менее мобильными в закрытии избыточных мощностей у себя дома — последствия обещания пожизненного найма и обеспечения социальных льгот). За последнее десятилетие доля зарубежного производства японских компаний увеличилась с 3 до 10%. Хотя невиданная с окончания Второй мировой войны слабость японской экономики оказывает понижающее давление на курс иены (дисконтная ставка сегодня равна 0,5%), в ближайшие 3-4 года этот показа-

тель международной экспансии производства вырастет до 20%. Уже сегодня японские компании производят за рубежом больше, чем экспортируют.

СТАБИЛЬНОСТЬ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ

Ранее было широко распространено мнение, что валютные курсы рационально отражают фундаментальные экономические явления и по своей природе стабильны. Однако с введением "свободного плавания" было доказано обратное. Ярким примером этого служит курс немецкой марки к доллару (приводятся крайние точки):

1974 г. — 2,8 DM/\$

1980 г. — 1,7 DM/\$

1985 г. — 3,3 DM/\$

1995 г. — 1,3 DM/\$

Отклонения обменных курсов от долгосрочного тренда могут быть огромными. Согласно теории рефлексивности известного американского финансиста Джорджа Сороса,* рынки по своей природе неустойчивы, они не стремятся к равновесию. При подъеме котировок, причиной которого служат объективные экономические явления, ожидания того, что существуют ожидания подъема, прокладывают начало самоусиливающегося процесса, который легко проходит возникающие перед ним препятствия. Верхняя точка подъема намного превышает объективное влияние этих явлений на котировки — ожидания начинают не совпадать с реальностью. После достижения точки экстремума начинается самоусливающийся процесс в обратном направлении.

Нестабильность накапливается. Чем дольше рынкам позволено функционировать без должного регулирования, тем более нестабильными они становятся, пока в итоге не приходят к краху.

Следовательно, рынки необходимо регулировать для сглаживания крайних точек. Наиболее эффек-

тивными инструментами сегодня являются официальные соглашения и интервенции центральных банков. Ограничения на использование капитала и другие административные методы безнадежно устарели и приводят к тягостным последствиям в экономике.

Регулирующие органы обладают все меньшей властью по отношению к рынку. Так, если в 1985 г. сумма валютных резервов центральных банков развитых стран в 10 раз превышала ежедневный оборот на мировом валютном рынке (его еще называют FOREX), а в 1990 г. превышение составило 5 раз, то в 1995 г. валютные резервы были равны однодневному обороту на FOREX (1,2 трлн. долларов). В этих условиях постоянно повышается спрос на способность политиков выполнять свои обещания, поскольку все легче становится оперировать огромными суммами. Главную роль здесь играет стабилизация фундаментальных экономических категорий внутри страны. Очень важны также соглашения между политиками крупнейших государств о координации действий, чаще всего в изменении процентных ставок.

Таким образом, рынки функционируют, как зеркало, в котором регулирующие органы видят себя глазами экономических агентов — это отражение, надо сказать, не всегда приятное. Можно также утверждать, что условия для проведения экономической политики и принятия решений в процессе свободного плавания обменных курсов были трансформированы реакциями рынка, а это означает, что политикам надо быть более осторожными в своих заявлениях и последовательными в своих действиях, если они хотят сохранить сегодняшнюю стабильность.

ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ФАКТОРЫ И ОСНОВНЫЕ ТЕОРИИ

За годы плавания обменных курсов постепенно сложилось единое мнение о факторах устойчивости валют в долгосрочный период. Как правило, это стабильный экономический рост с элементами прав повышенного платежного баланса, инфляции и специальных многосторонних соглашений, например, политического или военного характера. Рыночные ожидания формируются под взаимодействием между развитием этих основных экономических категорий и реакцией регулирующих органов, т.е. как политики реагируют на ожидаемые или действительные изменения в экономике.

Совокупное влияние долгосрочных факторов выражено в конкретных теориях:

I. Паритет покупательской способности — традиционный подход, основанный на предположении, что обменные курсы уравнивают покупательскую способность валют разных стран. Например, если в Америке инфляция равна 4% в год, а в Германии — 2%, то доллар должен в этом году упасть на 2% (4% - 2%) по отношению к марке. В условиях свободно плавающих обменных курсов этот процесс уравнивания покупательской способности, при прочих равных условиях, должен происходить автоматически. Если обменные курсы фиксированные, то прессинг со стороны спроса будет уравнивать инфляцию в двух странах.

На основе этой теории английским журналом "The Economist" был разработан индекс "Биг-Мака". Как известно, рестораны "МакДональдс" расположены в более чем 100 странах мира, и продаваемая в них пища достаточно однообразна как по составу, так и по видам, т.е. входящие в нее компоненты можно взять в качестве специфической корзины потребительских товаров. Паритет

покупательской способности "Биг-Мака" — это обменный курс, при котором гамбургеры имеют одинаковую цену в разных валютах. Сравнивая текущие обменные курсы с их паритетом покупательской способности "Биг-Мака", можно выяснить, является ли валюта сегодня недооцененной или переоцененной.

II. Портфельный баланс. Эта теория утверждает, что обменные курсы стремятся к сбалансированию валовых доходов (процентная ставка + ожидаемые изменения обменных курсов). Например, если депозиты в DM приносят 5% в год, а долларовые депозиты — 7%, инвесторы будут покупать доллары с целью получения более высокого дохода до тех пор, пока курс доллара не возрастет настолько, что будет ожидаться его понижение на 2% (7% — 5%). Ожидаемый доход от вложений в доллары будет поэтому равен доходу от вложений в марки.

Отдельно хотелось бы рассмотреть **влияние платежного баланса** на курсы валют, как наиболее трудно для понимания фундаментального фактора. Постоянный дефицит (США, Великобритания) означает девальвацию валюты в долгосрочном плане; постоянный положительный баланс (Япония, Германия) говорит, что спрос на валюту в долгосрочном плане выше предложения. Однако и здесь существует проблема — никто точно не знает, под каким углом наклонена линия долгосрочного снижения или повышения данной валюты. С большой степенью точности можно оценивать лишь экстремальные точки подъема или падения. На состояние платежного баланса влияют: **относительные цены** на рабочую силу и капитал (сюда также входит производительность труда работников в разных странах); **относительные доходы** (увеличение спроса в данной стране оказывает давление на повышение темпов роста цен; это

* Сорос Дж., "Алхимия финансов. Рынок: как читать его мысли." -М.:ИНФРА-М, 1996.

давление может ослабляться наличием большого объема неиспользуемых производственных мощностей). Влияние второго фактора зависит от того, куда сосредоточивается повышение спроса: на потребление, что увеличивает объем импорта (и понижает обменный курс валюты данной страны), или на сбережение (инвестиции), что повышает конкурентоспособность экспорта (и повышает обменный курс). Влияние обоих факторов зависит от эластичности изменения цен (доходов) и изменения производства и потребления конкретных видов товаров и услуг.

Ежедневные, краткосрочные движения обменных курсов находятся под влиянием слухов, интервенций, политических заявлений и т.д., которые играют большую роль в общественных дебатах, но менее надежны в фундаментальной оценке трендов. Все эти элементы определяют спекулятивное движение капитала, но до сих пор никому не удавалось определить метод точного предсказания силы и времени рыночного прессинга. Иногда несколько слов могут вызвать взрывную волну, иногда их эффект сказывается медленно на протяжении долгого периода времени. Эти краткосрочные (технические и психологические) факторы можно объединить в три основных вида:

1) расхождения между предыдущими ожиданиями определенного экономического события и реальным исходом этого события. Например, если ожидалось, что торговый баланс Германии за какой-то период времени составит +1,5 млрд. DM, а в действительности он составил +1 млрд. DM, то в краткосрочном периоде курс немецкой марки упадет, что связано с несбывшимися ожиданиями;

2) поведение основных участников рынка, которые имеют определенный авторитет (главным обра-

зом за счет прошлых точных предсказаний). Сам факт того, что такой рыночный оператор покупает или продает определенную валюту, хоть и по непонятным причинам, может побудить других участников рынка сделать то же самое;

3) оперативное соглашение среди центральных банков. Если, например, центробанки Германии и Швейцарии договорились держать курсы своих валют стабильными относительно друг друга и некоторое время выполняют свои договоренности, то у рынка появится убежденность в том, что если немецкая марка возрастет против доллара, тому же пути в ближайшее время последует и франк.

Лондонским отделением американского банка JP Morgan недавно был изобретен достаточно оригинальный способ определения движения обменных курсов в среднесрочный период (от нескольких недель до нескольких месяцев) — **склонность инвесторов к риску (СИКР)**. Основная формулировка этой теории состоит в следующем: в течение периода длительностью до 6 месяцев изменения в СИКР — более важный фактор, влияющий на обменные курсы и цены облигаций, чем изменения в экономическом или политическом риске страны.

Возьмем, к примеру, март 1995 г. Если европейские валюты пронумеровать в соответствии с величиной изменения их курса против DM от большего к меньшему, а затем пронумеровать их в соответствии с их изменчивостью в течение предыдущих двух лет, от меньшей к большей, то две получившиеся таблицы будут идентичными. Самыми сильными валютами будут те, которые имеют наименьшую изменчивость. Иначе говоря, в марте 1995 г. инвесторы избегали риска.

Если взять август 1995 г., то ситуация будет совершенно противоположной: итальянская лира (наиболее неус-

тойчивая европейская валюта) выросла больше всех, а голландский гульден (наиболее устойчивый) упал больше всех.

На основании этого был разработан индекс СИКР, который означает при -1 полное избегание риска, а при +1 активную склонность рисковать. Инвесторы редко бывают безразличны к риску. За последние 5 лет индекс СИКР был выше +0,6 и ниже -0,6 в течение 75% времени.

Значительно повышает привлекательность индекса его цикличность: время пребывания у того или иного конца шкалы обычно составляет 2-3 месяца. Существуют два основных фактора, влияющих на желание инвесторов подвергаться риску:

- уровень процентных ставок в крупнейших государствах: когда ставки низки, инвесторы будут допускать больший риск;
- инвесторы склонны рисковать, когда цены на финансовом рынке стабильны. Напротив, если американский рынок облигаций находится, скажем, в свободном падении, международные инвесторы будут всячески избегать риска.

УРОКИ ДЛЯ БЕЛАРУСИ

Итак, обменный курс национальной валюты является самым широким индикатором проводимой налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики. Несоответствие между официальным и реальными обменными курсами может иметь катастрофические последствия. Ярким примером этого служит финансовый кризис, разразившийся в Мексике в конце 1994 — начале 1995 г.

На протяжении нескольких лет до 20 декабря 1994 г. курс песо по отношению к доллару удерживался в установленном коридоре $\pm 0,0004$ MexN\$ в день путем проведения интервенций центрального банка на валютном рынке. В результате повышения процентных ставок в США, нестабильной политической ситуации, ухудшения

структуры государственного долга и снижения инвестиционных потоков из-за рубежа на фондовый рынок страны в течение всего 1994 г. на песо оказывалось понижающее давление, которое постоянно держало курс у верхней границы коридора. Валютные резервы центрального банка быстро истощались — с 29,3 млрд.\$ в феврале и 17,7 млрд.\$ в мае до 12,9 млрд.\$ в ноябре и 6,3 млрд.\$ в декабре. Когда 20 декабря коридор был расширен на 15%, песо упало с 3,47 MexN\$ до 4 MexN\$. За эти дни валютные резервы уменьшились на 4 млрд.\$. 22 декабря власти объявили свободное плавание курса песо, и в последующие 3 месяца курс упал до 7 MexN\$. Валютный кризис передался на все остальные рынки: банковская система пришла к точке коллапса, фондовый рынок упал на 60%, резко увеличилась инфляция, а ВВП в 1995 г. сократился на 7%.

Все это подтверждает тот факт, что рынок нельзя обмануть. Какими бы методами и с какой силой ни регулировалась экономика, объективные факторы и взаимозависимости существуют всегда и везде. Государство не может бесконечно им противостоять. Искусственное завышение официального курса белорусского рубля уже имеет тяжелые последствия в виде торгового дефицита в 10% ВВП. Ситуация усугубляется и тем, что экономический рост в Беларуси немислим без конкурентоспособного экспорта. На мой взгляд, нужен объективно обоснованный коридор, такой, как в России. Однако здесь существует серьезная проблема — недостаток доверия белорусскому государству со стороны спекулянтов, инвесторов и всего населения в целом. Чтобы его приобрести, необходима четкая реальная программа действий по стабилизации фундаментальных категорий. Нужен и еще один важный элемент для приобретения этого доверия — время, потраченное на выполнение ранее данных обещаний, ибо оно, как известно, лучший доктор.