

Курс доллара: уроки истории и перспективы

Владимир Детинич
vladd@olma.ru

Очень многое в экономической жизни России зависит от курса доллара, так что прогнозировать его приходится. Такие прогнозы не всегда удаются — велика регулирующая роль Центробанка.

Обычно экономисты подходят к этой проблеме с одной стороны, технические аналитики — с другой. Комплексное рассмотрение вопроса позволяет получить не вполне три-виальные результаты.

К вопросу о равновесном курсе

Успешное прогнозирование вряд ли возможно без определения равновесного курса доллара для данного состояния экономики. Способов построения равновесного курса известно несколько, но в практических целях большинство из них плохо применимо, большей частью из-за трудностей со сбором данных и их надежностью. Более удобно и целесообразно пользоваться статистикой Центробанка — соотношением имеющихся в стране рублей и валюты.

Для измерения количества национальной валюты в экономике применяются различные денежные агрегаты, наиболее известным из которых является М0 (наличные деньги, выпущенные в обращение). Но есть и другие агрегаты, среди которых важнейшую роль играют так называемые «резервные деньги», по определению представляющие собой сумму М0, банковских остатков на счетах в Центробанке (включая счета обязательных резервов) и депозитов до востребования нефинансовых предприятий и организаций, обслуживающихся в Банке России. Резервные деньги являются общепризнанной мерой количества свободных денег в экономике, и данные о них публикуются в соответствии с требованиями специального стандарта распространения данных МВФ наравне с

данными по международным (золотовалютным) резервам — их ликвидность считается примерно одинаковой. Так как за соответствием публикуемых величин реальной жизни бдительно сле-

дят эксперты МВФ, данные можно считать достаточно достоверными, да и выходят они ежемесячно с небольшим запозданием.

Равновесным здесь будет считаться курс, полученный делением резервных денег на золотовалютные резервы (тогда на всю сумму свободных рублей можно купить ровно все резервы). Именно такой курс доллара устанавливается при введении режима валютного регулирования, известного под названием «валютной палаты» (currency board). После установления такого режима Централь-

ному банку только и остается, что следить за тем, чтобы количество резервных денег в точности соответствовало величине резервов. Известно, что такой режим регулирования устойчив, о чем свидетельствует пример Аргентины, в которой курс национальной валюты устоял во время бразильского кризиса, несмотря на тесную связь экономик и падение бразильского реала на 34 %.

Курс доллара: равновесный и фактический

Если на график нанести и фактический, и равновесный курсы доллара (рис. 1) или построить график относительного отклонения фактического курса от равновесного (рис. 2), можно заметить немало интересного. К сожалению, это можно сделать только с начала 1996 г. — ранее Центробанк данные по резервным деньгам не публиковал.

Видно, что уже в начале 1996 г. доллар был сильно недооценен. А после президентских выборов началась накачка в экономику необеспеченных рублей, что в условиях действия валютного коридора привело к увеличению недооценки почти до 100 %. Денежные власти сделали ставку на привлечение иностранных инвестиций — это увеличивало резервы, способствуя снижению равновесного курса доллара. На рис. 2 видно, что эта политика имела определенный успех — максимум инвестиций приходится на середину 1997 г.

Но после гонконгского кризиса эти инвестиции, большей частью не пошедшие далее рынка ценных бумаг, начали быстро выводиться обратно, так как риск обвальной девальвации уже тогда был слишком велик. Привлечение экспортных кредитов МВФ тоже приносило только временное облегчение, так как краткосрочная задолженность была слишком велика. Наконец наступило 17 августа 1998 года... Попытка смягчить кризис не удалась, и курс доллара начал неконтролируемо расти.

Если бы 17 августа курс доллара сразу был выведен на равновесный уровень (в то время — 10,6 руб.), возможно, кризис удалось бы остановить. Но попытки удержать курс в районе 7–8 руб. успешными быть просто не могли и только усиливали стремление перевести рублевые активы в доллары. Когда же курс был полностью отпущен, процесс вывода капиталов уже набрал инерцию. Истощение резервов привело к быстрому повышению равновесного курса доллара, который тем не менее продолжал оставаться хорошим ограничителем сверху для фактического курса (рис. 1).

После того как острая фаза кризиса закончилась и наступила временная стабилизация, равновесный курс продолжил рост — резкое падение мировых цен на нефть сократило приток валюты в страну. На этот раз Центробанк не стал пытаться удерживать доллар, бессмысленно расходуя резервы, а позволил ему понемногу расти. Интересно, что рост фактического курса начинался, когда отклонение его от равновесного начинало превышать 30%. А с начала 2000 г. нормализация внутривалютного положения и продолжающийся рост цен на товары российского экспорта привели к заметному снижению равновесного курса доллара. Это позволило стабилизировать фактический курс на новом уровне, близком к равновесному, то есть практически установить режим валютной палаты.

Курс доллара: движение в канале

Теперь стоит посмотреть на график курса доллара с более раннего времени (рис. 3), то есть с 1 июля 1992 г., когда стартовала нынешняя система определения Центробанком курса доллара (с учетом рыночного курса). Здесь целесообразно перейти к логарифмической шкале (рис. 4), где прямая линия соответствует постоянной относительной скорости приращения цены доллара или,

иными словами, одинаковому процентному доходу (в рублях) от владения долларом за равные промежутки времени.

Если считать, что во второй половине 1992-го и начале 1993-го годов имел место некий переходный процесс, связанный с насыщением экономики валютой,

равновесное значение. В этом случае именно средняя линия могла бы стать хорошим уровнем сопротивления.

Что в будущем?

В настоящее время фактический курс одновременно близок и к равновесному

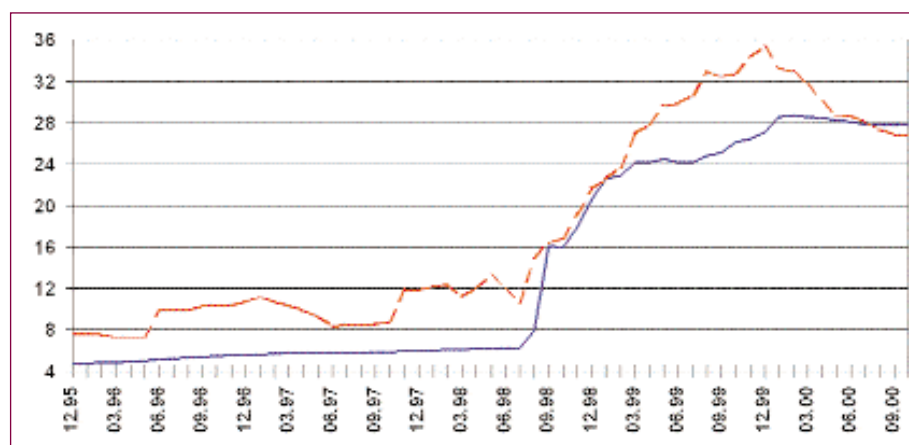


Рис. 1

то дальнейшее движение курса доллара укладывается в торговый канал (trading channel). Верхняя граница канала подтверждается достаточно хорошо, тогда

курсу (на конец октября 2000 г. — 27,8 руб.), и к середине торгового канала. Это накладывает мало ограничений на денежную политику и в краткосрочной пер-

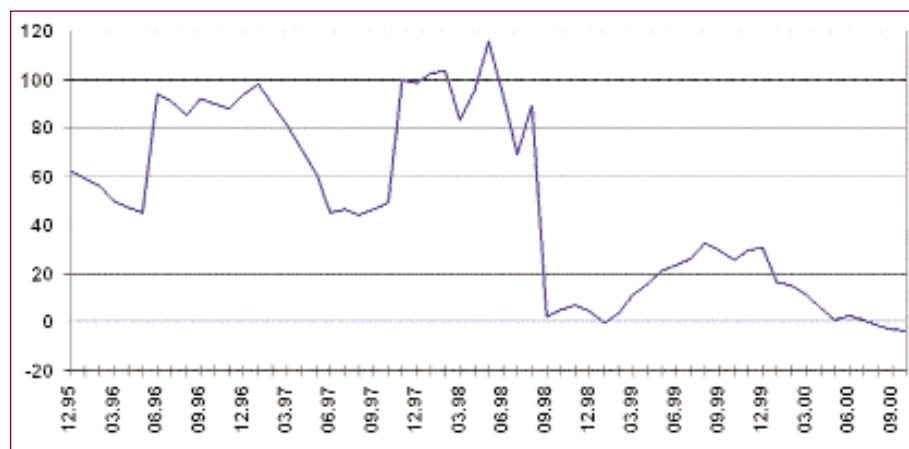


Рис. 2

как нижняя опирается всего на одну точку, чего, разумеется, недостаточно. Но короткая история свободной торговли долларом не позволяет сделать более обоснованных построений.

Наклон канала соответствует средней скорости роста курса доллара на 49,4% в год. Понятно, что с учетом такой истории замена в экономике валютных ценностей на рублевые идет с трудом. Интересно, что на конец июля 1998 г. средняя линия принимает значение 10,8 руб., мало отличающееся от равновесного курса на тот момент (10,6 руб.). Это косвенно подтверждает сделанное ранее предположение о возможности удержания курса во время кризиса путем вывода его сразу на

спективе обеспечит стабильность на валютном рынке. Заявленная Центробанком политика постепенного повышения курса доллара со скоростью, немного меньшей инфляции, в ближайшее время будет реализовываться без особого труда.

Как явствует из недавней истории, по сравнению с докризисными временами свобода поведения Центробанка заметно сузилась. По всей вероятности, теперь относительное отклонение фактического курса от равновесного будет ограничено уровнем примерно 30%, и при приближении к нему напряженность на валютном рынке будет нарастать. Вероятно, Центробанк будет и далее поддерживать близость фактического и рав-

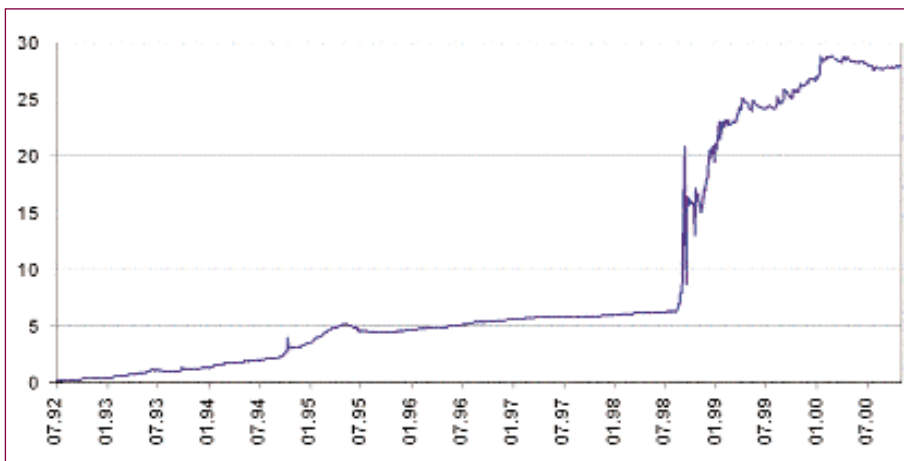


Рис. 3

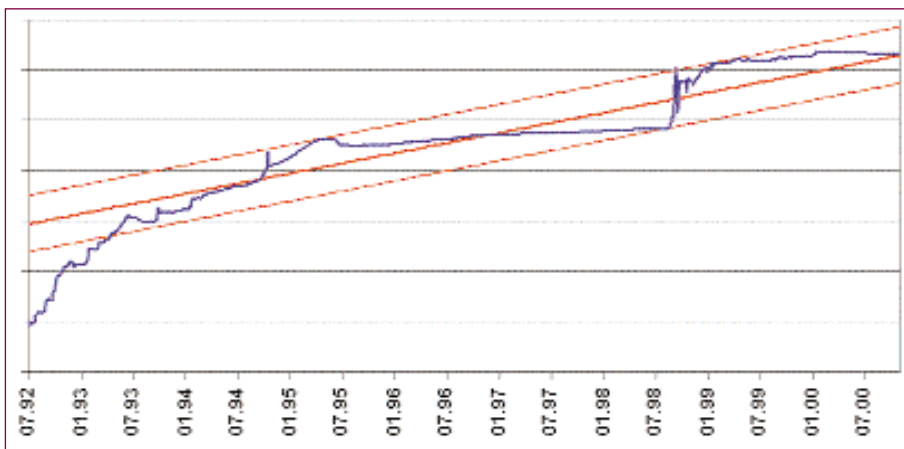


Рис. 4

новесного курсов, поскольку такая политика в случае успеха приведет к снижению валютных рисков, а в дальнейшем — и к дедолларизации экономики.

Правда, успешной подобная политика может быть лишь при отсутствии политического давления и правильном прогнозировании внешнеэкономической конъюнктуры. Пока что Центробанку это неплохо удается. Вот уже три месяца (август — октябрь) фактический курс держится выше равновесного, чтобы в случае снижения поступления валюты в страну (из-за падения мировых цен на нефть) не допустить резкого изменения фактического курса.

Относительная стабилизация рубля может продолжаться долго — потребуются примерно 1,5 года, чтобы курс доллара пришел таким путем к нижней границе канала, а к тому времени многое может измениться. Если процесс дедолларизации экономики наберет силу, курс доллара выйдет через нижнюю границу канала, и придется делать новые построения. Если же нет — случится новый кризис. Но есть надежда, что он будет менее разрушительным, так как участники рынка вряд ли допустят существенное расхождение фактического и равновесного курсов. ■

Ссылки номера

Выбор онлайн-брокера

Алексей Клименко, alk@m-trading.ru

Одной из наиболее трудных для начинающего инвестора, безусловно, является задача выбора онлайн-брокера. Дело даже не в том, как его найти — их больше сотни, а в том, как выбрать и не ошибиться. Можно, конечно, провести небольшое исследование самому, но можно и прислушаться к мнению других.

В Сети есть множество рейтингов дисконтных брокеров, мы отметим самые, на наш взгляд, интересные:

1. Gomez Advisors http://www.gomezadvisors.com/scorecards/index.asp?topcat_id=3&subSect=finance — очень интересный ресурс не только для трейдеров. Можно найти советы и рейтинги по очень широкому спектру вопросов — от путешествий и подарков до банковских учреждений. При просмотре рейтинга брокеров можно выбрать те параметры, которые являются наиболее важными для вас, и рейтинг будет построен с учетом ваших приоритетов (это позволяют сделать практически все рейтинговые системы, отмеченные в этом обзоре).
2. <http://www.money.com/money/-depts/tools/rankbrokers/rankbrokersform.html> — рейтинг 20-ти крупнейших онлайн-брокеров.
3. <http://www.smartmoney.com/brokers/> — готовые рейтинги для трех различных категорий инвесторов.
4. Известный журнал Kiplinger's Magazine периодически публикует собственные рейтинги. Последний, на момент написания

этих строк, можно посмотреть на <http://www.kiplinger.com/tools/investing/brokers/index.html>

5. И наконец, мой самый любимый ресурс — <http://www.sonic.net/donaldj/>. Автор — Don Johnson. Похоже, проект некоммерческий, а количество информации просто огромное.

К сожалению, все перечисленные ресурсы англоязычные. Если возникают сложности с восприятием информации на английском языке, можно попробовать задать интересующие вопросы на русскоязычных форумах, например, на Форуме у Петровича <http://www.rusmoney.com/petrovich/forum/cgi/index.cgi>.

