

Валютные спекуляции и макроэкономическая нестабильность

Александр Смирнов

«Свободно колеблющимся валютным курсам внутренне присуща нестабильность в результате спекуляций с учетом тенденции на рынке».

Джордж Сорос

Особенности развития мировой экономики в конце XX века привели к тому, что валютные спекуляции стали одним из основ-

ных факторов макроэкономической дестабилизации мировых финансовых рынков в кратко- и среднесрочных периодах.

В последнее десятилетие XX века в мире наблюдается усиление процессов интернационализации (в плане уменьшения различий между национальными экономиками) и глобализации (с точки зрения территориальной доступности капитала). В совокупности с возрастающими объемами инвестиций в развитие информационных технологий (ИТ) эти процессы приводят к повышению степени доступности мировых валютных и финансовых рынков для инвесторов. Объем операций мирового валютного рынка достигает в отдельные дни \$1,5–3 млрд. При этом лишь 10 % из них связаны с обслуживанием международной торговли.

В течение длительного периода времени влияние валютных спекулятивных операций на финансовые рынки рассматривалось сквозь призму классической теории. Исторически под классическим понимается такой подход, в котором на первый план выходят силы, обеспечивающие саморегулирование экономики в течение короткого периода времени. При применении этого утверждения к финансовым рынкам делается вывод, что они обладают механизмами возвращения в равновесное состояние при возникновении возмущающих воздействий.

Взаимодействие спекулятивных операций и курсовых колебаний с точки зрения теории равновесия может быть представлено следующим образом (рис. 1). Участники рынка начинают скупать фунты в точке В, несмотря на продолжающийся процесс обесценивания валюты. К этому их подталкивают ожидания наступления перелома в цене. В результате при значительных объемах совершаемых сделок критическая точка (М) смещается влево — вниз (М*), что приводит к уменьшению амплитуды и периода колебаний вокруг равновесного курса.

Достаточно долго мнение о стабилизирующей роли спекулятивных операций было широко распространено. Выражением

этого подхода может служить высказывание М. Фридмана: «Те, кто утверждает, что спекуляция в общем случае является дестабилизирующей, редко понимает, что подобное заявление равнозначно утверждению, что спекулянты теряют деньги, поскольку в общем спекуляция может быть дестабилизирующей, лишь если спекулянты продают валюту, когда цена на нее низка, и покупают, когда цена высока».

Однако данное рассуждение носит теоретический характер и отражает ситуацию, когда продажа валюты осуществляется лишь при достижении курсом точки объективного максимума

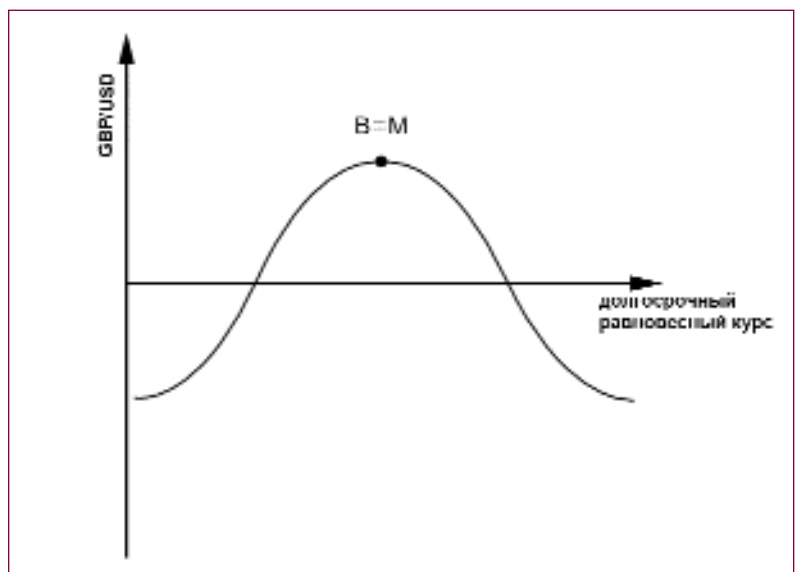


Рис. 1

(минимума) — М (рис. 2). В основе этого рассуждения лежит так называемая гипотеза рациональных ожиданий, говорящая о том, что для принятия решений люди используют всю доступную информацию. В этом случае любая покупка валюты,

действительно, будет происходить при достижении ценой объективного максимума, а продажа — минимума, толкая курс в сторону равновесия.

Практическое же использование гипотезы рациональных ожиданий наталкивается на несоответствие объема доступной информации и возможностью человека по ее обработке — несоответствие, все более увеличивающееся по мере распространения ИТ. Это может показаться по крайней мере странным, ведь развитие ИТ позволило совершить огромный рывок в скорости обработки информации, но не стоит делать поспешных выводов. Компьютеры повысили скорость решения прикладных, в первую очередь связанных с громоздкими вычислениями, задач, но не смогли заменить человека при выборе варианта поведения в конкретной ситуации. С другой стороны, компьютерные сети необычайно увеличили объем входных информационных потоков, и на анализ и выбор наилучшей информации для принятия решения зачастую просто не хватает времени.

Но наилучшим опровержением утверждения о стабилизирующем характере спекуляций является сама философия спекулятивных операций. В 1923 году вышла книга Э. Лефевра, основанная на воспоминаниях одного из крупнейших биржевых спекулянтов того времени Д. Ливермора, в которой был дан исчерпывающий анализ психологии рыночной игры. Вот что говорит Ливермор по поводу определения моментов покупки и продажи: «Когда я продаю акции, цена каждой следующей продажи должна быть меньше, чем у предыдущей. Когда я покупаю, то верно обратное. Я должен покупать по мере роста цены. Я не покупаю, когда курс падает. Я это делаю при растущем курсе». Очевидно, что утверждение практика рынка полностью опровергает теоретические рассуждения о стабилизирующей функции спекуляций.

Схема влияния спекулятивных операций на курсовые колебания в этом случае будет выглядеть таким образом (рис. 3). В точке В начнется процесс скупки долларов, так как существующий тренд будет формировать ожидания спекулянтов на продолжение процесса обесценения фунта. В результате критическая точка (М) сместится вправо-вверх (М*). При этом произойдет расширение амплитуды и возрастет период курсовых колебаний.

Философия валютных спекуляций предполагает расшатывание стабильности рынка, формирование ожиданий его участников и подталкивание к массовым действиям со стороны спекулянтов с целью расширения возможности игры на повышение или понижение. Валютный курс на рынке формируется не только в результате действия объективных факторов, но и под влиянием восприятия происходящих событий участниками рынка. Поскольку всегда существует недостаточность соответствия между происходящими событиями и их восприятием (эффективный рынок до сих пор не создан), то при достижении ценой объективного максимума субъективные ожидания продолжения роста котировки будут стимулировать покупку валюты, и точка перелома повышающей тенденции сместится вверх. Под объективным максимумом здесь понимается точка перелома, которая определяется на основе базовых макроэкономических пока-

зателей (fundamentals), оказывающих существенное влияние на кратко- и среднесрочный валютный курс.

Спекулянты выходят на рынок не с абсолютным знанием, а с предвзятым отношением к сложившейся ситуации. Основное правило работы состоит в следовании за трендом, так как только в этом случае можно получить прибыль. В результате получается, что динамика рыночного развития, складывающейся на

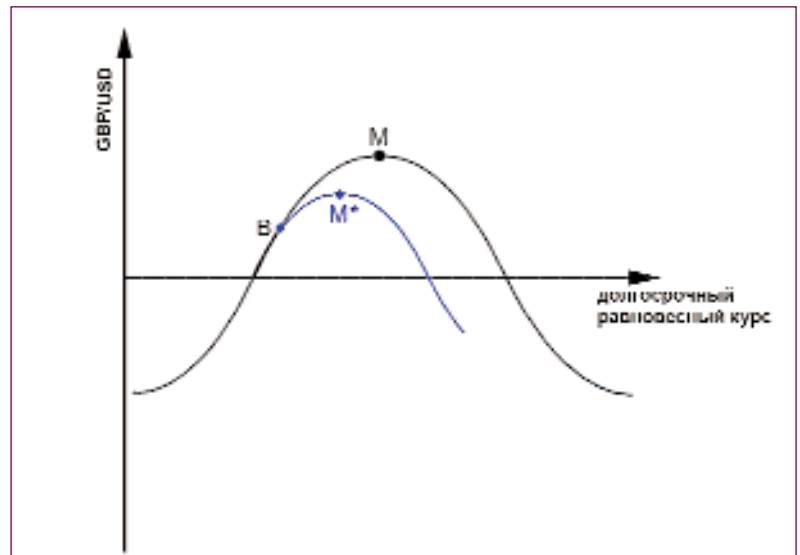


Рис. 2

базе fundamentals, всячески поощряется профессиональными игроками, дабы расширить диапазон и продолжительность однонаправленного изменения курса для увеличения потенциала по извлечению доходов из этой ситуации. С другой стороны, растущий/снижающийся курс сам по себе создает ожидания

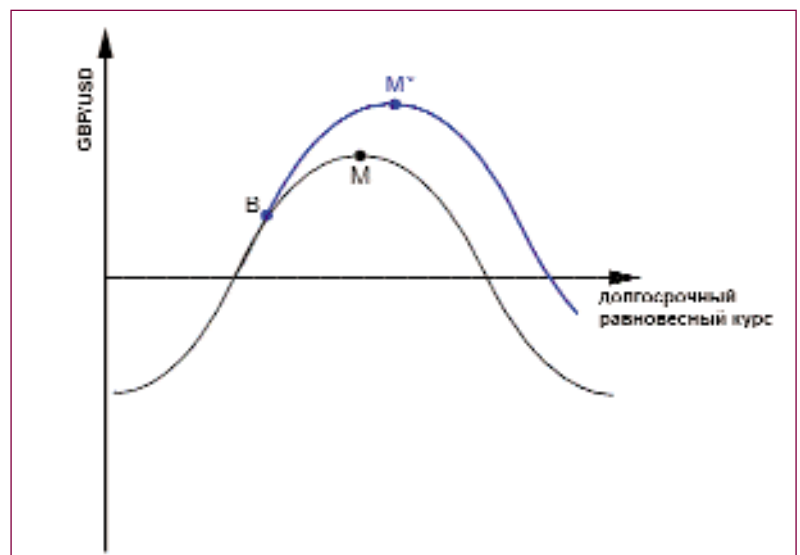


Рис. 3

того, что развитие рынка будет продолжаться в том же направлении. Иными словами, происходит усиление сложившейся тенденции на основе ожиданий, возникающих в результате наблюдения этой тенденции и т. д. до заикливания этого процесса. Таким образом, ожидания, формирующиеся на основе существующего тренда, дестабилизируют рыночную ситуацию путем увеличения амплитуды курсовых колебаний.

Хотя последнее утверждение является интуитивно-понятным, тем не менее для него желательно получить наглядное опытное подтверждение, а не довольствоваться отвлеченными

рассуждениями. Для этого рассмотрим взаимосвязь курсов «спот» и «форвард» по какой-нибудь паре валют. Курс «спот» отражает сложившуюся рыночную конъюнктуру, и определение текущего тренда производится на основе его динамики. В курсе «форвард» учитывается вся (или почти вся) существующая информация относительно перспектив изменения котировок в будущем, а также ожидания участников рынка относительно курсовых колебаний. Иными словами, курс «форвард» является прогнозом курса «спот» на будущее. Необходимый результат — доказательство или опровержение дестабилизирующей роли ожиданий — можно получить, построив математическую модель взаимосвязи курса «форвард» к курсу «спот» и курса «спот» к курсу «спот» в прошлом. Заметим, что необхо-

димо рассматривать не тесноту связи между текущим курсом «спот» и «форвард», которая характеризует долю информации о будущем курсе, содержащейся в текущем, и не тесноту связи между курсами «форвард» и будущим курсом «спот», которая характеризует степень воздействие текущих прогнозов на курс в будущем, а именно указанное соотношение, характеризующее влияние тренда на формирование ожиданий инвесторов.

Расчеты д. э. н. Ершова М. В. для соотношения марка/доллар показывают, что 10%-е обесценение курса к настоящему моменту по сравнению с периодом трехмесячной давности вызывает ожидание того, что в течение ближайших трех месяцев курс обесценится еще на 2,6 %. Таким образом, эмпирически подтверждается ранее заявленное положение о формировании ожиданий на основе тренда. Отметим, что эти цифры получены по данным за 1975–1987 гг., при совершенно иных объемах спекулятивных операций с валютой. 90-е годы привели к массовому распространению ИТ. В результате возросла скорость перемещения капитала и информации, а также число игроков, вовлеченных в спекулятивные операции. В этих ус-

ловиях можно говорить о росте степени воздействия субъективного восприятия складывающейся на рынке ситуации на формирование валютных курсов.

Немаловажным фактором рыночной дестабилизации в условиях повышения степени доступности оперативной информации становится механизм мгновенного распространения слухов, которые также воздействуют на ожидания участников рынка, ведь в кратко- и среднесрочных периодах субъективное восприятие рыночных процессов инвесторами оказывает гораздо большее влияние на динамику котировок, чем фундаментальные факторы. В качестве общего примера можно привести события 4 апреля 2000 года, когда амплитуда колебаний индексов NASDAQ и Dow Jones под влиянием слухов о неблагоприятном судебном решении по делу Microsoft составила 14 % и 6 % соответственно. Говоря о спекулятивных операциях с валютой, можно вспомнить динамику изменения курса доллара к европейским валютам непосредственно после выборов президента США. Как только появлялась информация, что лидирует Гор, европейские валюты шли вверх. Слухи о том, что побеждает Буш, приводили к укреплению доллара.

До сих пор валютные спекуляции рассматривались только в рамках воздействия на курсовые соотношения без связи с внешней средой. Степень переплетения различных финансовых институтов в современном мире не позволяет проводить анализ развития отдельных составляющих мировой экономики без оценки влияния рассматриваемых параметров на состояние системы в целом.

Мировые финансовые рынки уже играют решающую роль в экономике многих стран. Наиболее мобильным фактором производства стал финансовый капитал, который направляется туда, где можно получить наибольший доход. Конвертация капитала, которая необходима для вложения средств в различных регионах, приводит к тому, что обменные курсы оказывают огромное влияние на мировую экономику. Вместе с тем и сами курсовые колебания все чаще становятся объектом извлечения прибыли. Основному давлению со стороны спекулянтов подвергаются валюты, находящиеся в режиме свободного плавания, курс которых формируется под воздействием рыночного спроса и предложения. Эти же валюты являются основными резервообразующими элементами для экономики большинства стран.

Тесную связь валютных и финансовых рынков продемонстрировал кризис в Вос-

точной Азии 1997 года, который заставил Таиланд, Индонезию и Корею резко девальвировать свои валюты. В Гонконге, Филиппинах, Сингапуре, Тайване обесценение курса составило более чем 15 %, а японская иена потеряла до 35 % стоимости. В результате изменилось направление спекулятивных потоков с периферийных рынков на центральные — американский и европейский — в поисках более выгодных условий для их размещения. Огромной массе денежных средств пришлось искать новое пристанище, которое было найдено на рынке ценных бумаг высокотехнологических компаний. Отражением этого процесса может служить рост фондового индекса NASDAQ более чем на 2500 пунктов с 1998 по 2000, против менее 1500 пунктов за период с 1990 по 1998 гг.

Несмотря на кажущуюся странность приведенного примера (если где-то убыло, то в другом месте должно прибыть — такова жизнь), он в полной мере характеризует степень взаимосвязи валютных и финансовых рынков и, что более важно, силу возникающих в результате такого взаимодействия процессов. Серьезные экономические проблемы в одной части мира вызвали бурный рост в другой. Последствия этого роста мы наблюдаем, начиная с апреля, в виде лихорадочной пляски NASDAQ, происходящей в результате корректировки переоцененного рынка ценных бумаг высокотехнологических компаний. Пожалуй, никто не возьмется предсказать процессы, которые могут возникнуть в результате обвала валютных курсов ведущих индустриальных стран. Но очевидно, что они не повлекут подъема на «периферии».

90-е годы сформировали две противоречивые тенденции развития мировых финансовых рынков в рамках интеграционных процессов. С одной стороны, растет доступность мировых финансовых ресурсов. С другой, повышается вероятность проявления кризисных явлений в связи со значительными перетоками капитала между региональными рынками и возникающим в результате дисбалансом развития, чему немало способствует возросшая активность валютных спекулянтов. Существующие технологии и финансовые институты позволяют перемещать денежные средства по всему миру с помощью компьютера. От того, насколько успешно будет решен вопрос регулирования изменения направления движения денежных потоков, зависит будущее мировой финансовой системы. ■