

ДЛИННЫЕ ЦИКЛЫ ДОЛЛАРА¹

Жукова Т. В., канд. экон. наук, ст. науч. сотр. отдела международных рынков капитала, ИМЭМО РАН

E-mail: ttanya2001@gmail.com

Аннотация

Динамика курса доллара циклична с 70-х годов XX века, что подтверждают зарубежные и последние российские исследования. Циклы доллара были однородны по продолжительности, но под влиянием низких инфляции и процента их основные характеристики в будущем могут меняться. Исследование, посвященное зависимости цикличности курса доллара от бизнес-циклов и дифференциала процентных ставок (это выделяется в зарубежных концепциях и подтверждается в недавних российских работах), позволяет сформировать более гибкий подход к циклическому прогнозированию курса доллара и связанных с ним мировых цен на сырье.

Ключевые слова:

длинные циклы доллара, концепции, прогноз, финансовализация, бизнес-циклы, дифференциал процентных ставок.



Циклы доллара в системе мирового ценообразования

Прямое влияние курса доллара США на всю динамику мировых цен в условиях растущей финансовализации мирового рынка является доказанным фактом². Динамика курса доллара циклична. Длинные циклы сформировались после деноминации золота в начале 70-х годов прошлого века и в период перехода к свободному плаванию ведущих валют.

Периодически повторяющиеся этапы роста и этапы снижения курса доллара на протяжении каждых 15-17 лет визуально определяются на графиках курса доллара к евро, к немецкой марке, к корзине валют³. Различия между ними минимальны.

Циклы доллара однородны: восходящая фаза – 10-12 лет, нисходящая – 6-7 лет. Хотя от цикла к циклу продолжительность фаз, амплитуда, волатильности могут меняться под влиянием сокращения уровней инфляции и процента (рис. 1). В 2000–2005 гг. диапазон волатильности составлял 0,03-0,06, в 2006–2010 гг. – 0,02-0,05 (0,05 – в кризисный 2008 г.), в 2011–2015 гг. – 0,02-0,03.

Для построения нового гибкого подхода к прогнозированию, претендующего на большую точность полученных результа-

¹ Исследование выполнено за счет гранта Российского научного фонда (проект № 14-18-02845 «Прогнозирование мировых цен на финансовых рынках (сырье, акции, курсы валют) и их воздействие на макроэкономическую и финансовую динамику России») в Институте мировой экономики и международных отношений РАН им. Е. М. Примакова.

² См. Главу I кн.: Международная практика прогнозирования мировых цен на финансовых рынках (сырье, акции, курсы валют) / Под ред. докт. экон. наук, проф. Я. М. Миркина / Институт мировой экономики и международных отношений РАН. – М.: Магистр, 2014.

³ The Federal Reserve's US Dollar Nominal Traded Weighted Index.

⁴ О системных ошибках действующих моделей прогнозирования подробнее см.: Жукова Т. В. Мировые цены на сырье: системные ошибки в прогнозировании // Банковские услуги. – 2015. – № 7. – С. 18–26; Бахтараева К. Б. Прогнозирование валютных курсов: оценка достоверности прогнозов, ключевые модели и центры прогнозирования // Банковские услуги. – 2015. – № 7. – С. 8–11; Левченко А. В. Прогнозирование цен на золото: основные детерминанты, цены и оценка достоверности прогнозов // Банковские услуги. – 2015. – № 7. – С. 27–32.



тов⁴, важно раскрыть причинно-следственный механизм циклической динамики курса доллара, ее связи с бизнес-циклами экономики США и движением дифференциала процентных ставок.

Это подтверждается как результатами исследований, посвященных концепциям долгосрочных циклов доллара, выстраиваемых с начала 80-х годов (см. раздел «Причины циклической динамики доллара в зарубежных исследованиях»), так и результатами последних исследований циклическости (см. раздел «Зависимости циклическости курса доллара от бизнес-циклов и дифференциала процентных ставок»).

Причины циклической динамики доллара в зарубежных исследованиях

Зарубежные исследования подтверждают, что циклы доллара с 70-х годов прошлого века – это объективно существующий феномен, подчиняющийся определенным закономерностям. Но первопричины длинных циклов в курсе доллара они видят по-разному (рис. 2).

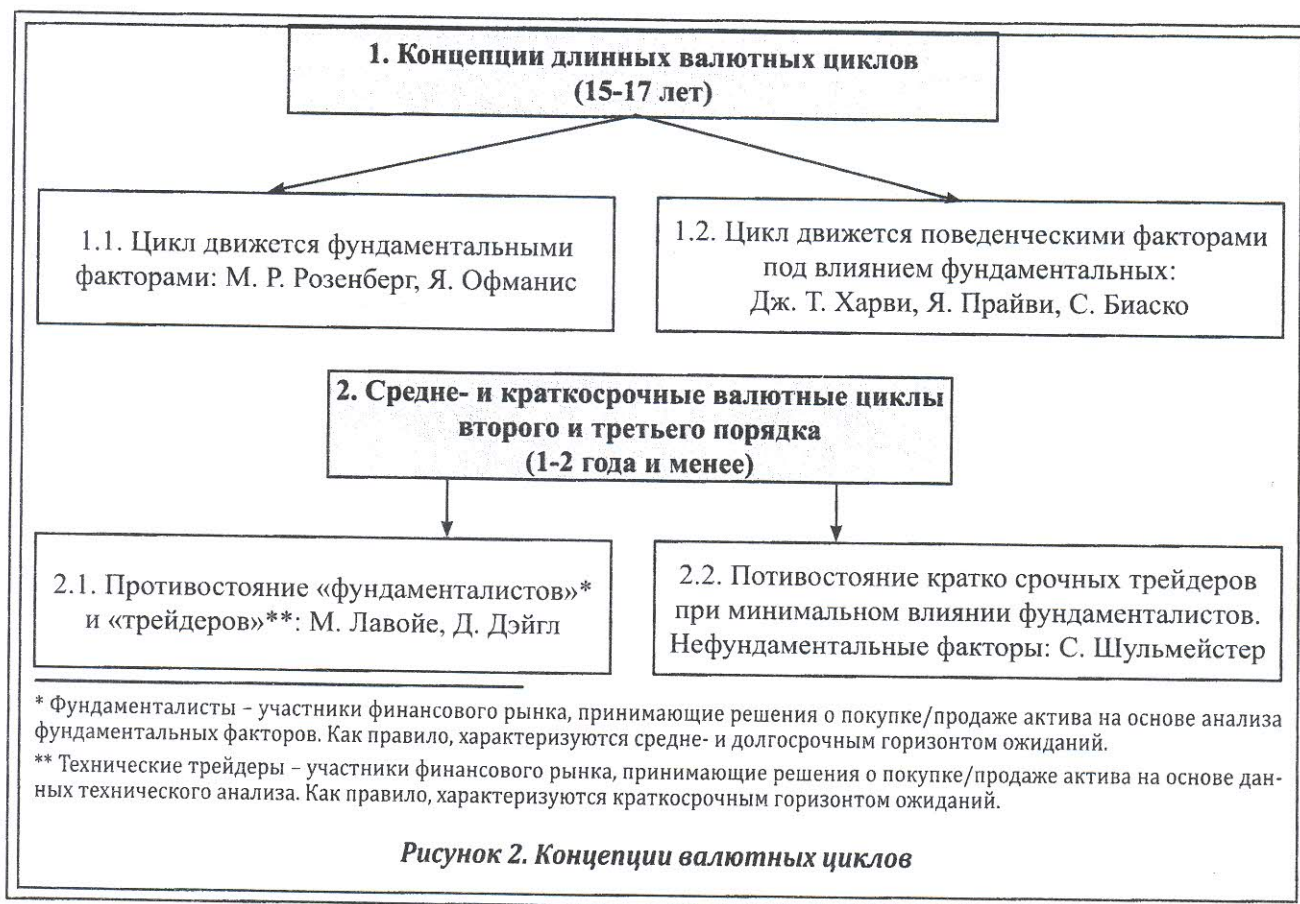
Слабым местом здесь является объяснение изменчивости циклов с течением времени (амплитуда, волатильность), их разрозненность и разносторонность.

В случае «фундаментального подхода» развитие цикла объясняются периодическими сдвигами «долгосрочного равновесного обменного курса» (Long-Run Equilibrium Exchange Rate, LEER)⁵ под действием факторов (М. Р. Розенберг – М. R. Rosenberg)⁶ макроуровня (экономического роста, сбережений, инвестиций, счета текущих операций); монетарных (инфляции, дифференциалов долгосрочных процентных ставок); реальной экономики (промышленного производства, производительности, отраслевых бумов).

По мнению Я. Офманиса, рост курса доллара в целом задается ростом ВВП и личного потребления

⁵ Наиболее распространена методика МВФ (макробалансовый подход и модель внешней устойчивости), в которой LEER определяется как курс, обеспечивающий равновесие в системе устойчивого баланса инвестиций-сбережений и текущего счета (см.: Lee J. Exchange Rate Assessments: GGER Methodologies / J. Lee, G. M. Milesi-Ferretti, J. Ostry, A. Prati, L. A. Ricci // IMF Occasional Paper. – 2008. – No 261. – International Monetary Fund).

⁶ Rosenberg M. R. A Dollar Equilibrium Exchange Rate: A Market View / Dollar Overvaluation and the World Economy / Ed. F. Bergson, J. Williamson. – Washington: Institute for International Economics, 2003. – P. 36–56.



ния, опережающим другие страны, – «высоким престижем американской экономики». Снижение курса происходит под влиянием непрерывного возрастания дефицита торгового баланса с счета текущих операций США, оплаты части растущего импорта иностранным капиталом в форме ссуд и прямых инвестиций, вытеснения собственного производства иностранным, снижения темпов экономического роста⁷.

«Поведенческие» концепции обнаруживают причины динамики курса доллара в ожида-

ниях рынка относительно значений фундаментальных факторов в будущем. Эти результаты могут искажаться психологическими аспектами коллективного поведения. У Дж. Т. Харви (J. T. Harvey) это:

- «эффект массового движения» (bandwagon effect)⁸;
- «предвзятость в построении прогноза» (forecast construction bias)⁹;
- «сверхоптимистичные ожидания прибыли и безопасного уровня долга»¹⁰ и др.

Вводятся типологии участников валютного рынка, опира-

ющиеся на разные группы факторов (монетарные, реальной экономики) с различными ответными реакциями (С. Биаско)¹¹.

Ряд авторов уделяет внимание **коротким** (в пределах 1-2 лет) **нерегулярным циклам доллара**, которые вносят возмущения на поверхности длинных волн. Исходная посылка – природа современного валютного рынка как сугубо спекулятивного и волатильного, динамику которого определяют **факторы микроструктуры рынка**¹². У С. Шульмейстера (S. Schulmeister) это со-

⁷ Офманис Я. Цикл изменения курса евро-доллар // МЭиМО. – 2005. – № 9. – С. 102–107.

⁸ Harvey J. T. Currencies, Capital Flows and Crises: A Post Keynesian Analysis of Exchange Rate Determination. – London-New York: Routledge, 2009. – P. 52.

⁹ Там же, P. 44.

¹⁰ Там же, P. 98, 103.

¹¹ Biasco S. Dollar Cycles // OJS: Open Journals Sapienza. – 1986.

¹¹ Biasco S. Dollar Cycles // OJS: Open Journals Sapienza. – 1986.

¹² Schulmeister S. Currency Speculation and Dollar Fluctuation // Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review. – 1988. – December. – P. 12; Schulmeister S. Technical Trading and Trends in the Dollar-Euro Exchange Rate // WIFO. – Wien. – 2009. – November. – 113 P.

временный алгоритм технической торговли, преобладание спекулянтов, а не инвесторов; у М. Лавоие (M. Lavoie) – влияние краткосрочных трейдеров при минимальном влиянии фундаменталистов¹³ (см. комментарии к рис. 2).

Важное направление концепций цикличности – изучение динамики финансовых потоков капитала (financial capital flows) на мировом рынке как «осязаемое» отражение ожиданий участников (Дж. Т. Харви)¹⁴. У С. Биаско¹⁵ это «растянутый во времени процесс приведения инвестиционного портфеля в оптимальное состояние».

Стремление международных портфельных инвесторов к максимизации дохода легло в основу изучения циклической динамики курсов валют на базе концепции экономических циклов Х. Мински (H. Minsky)¹⁶. При этом циклическая природа валютного курса рассматривалась в фокусе формирования «спекулятивных пузырей»: кредитных циклов на валютном рынке (Ч. Киндлбергер – Ch. Kindleberger)¹⁷; валютных кризисов (Я. Привие – J. Priewe);

циклов ликвидности на валютном рынке (Б. Де Конти, А. Бианкарелли и П. Росси – B. De Conti, A. Biancarelli, P. Rossi)¹⁸.

Зависимость цикличности курса доллара от бизнес-циклов и дифференциала процентных ставок

Несмотря на разность взглядов, концепции не только подтверждают наличие длинных циклов доллара, но и уже в самых ранних работах (С. Биаско, Я. Офманис) указывают на высокую зависимость курса доллара от таких факторов, как бизнес-циклы, процентные ставки и их дифференциалы. Они рассматриваются в качестве ключевых и в более поздних концепциях цикличности (Дж. Т. Харви., М. Р. Розенберг, Я. Привие).

Фундаментальный характер этих связей подтверждается и последними исследованиями, результаты которых публикуются в цикле статей Я. М. Миркина, Т. В. Жуковой, К. Б. Бахтараевой, А. В. Левченко в журнале «Банковские услуги».

Библиографический список

1. Международная практика прогнозирования мировых цен на финансовых рынках (сырье, акции, курсы валют) / Под ред. докт. экон. наук, проф. Я. М. Миркина / Институт мировой экономики и международных отношений РАН. – М.: Магистр, 2014.
2. Harvey J. T. Currencies, Capital Flows and Crises: A Post Keynesian Analysis of Exchange Rate Determination. – London-New York: Routledge, 2009.
3. Schulmeister S. Currency Speculation and Dollar Fluctuation // Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review. – 1988. – December. – P. 12; Schulmeister S. Technical Trading and Trends in the Dollar-Euro Exchange Rate // WIFO. – Wien. – 2009. – November.
4. Lavoie M. A Behavioural Finance Model of Exchange Rate Expectations within a Stock-Flow Consistent Framework / Mark Lavoie, Gauthier Daigle // Metroeconomica. – Vol. 62:3. – 2011. – P. 434–458.
5. Biasco S. Dollar Cycles // OJS: Open Journals Sapienza. – 1986. – P. 34–35.
6. Rosenberg M. R. A Dollar Equilibrium Exchange Rate: A Market View / Dollar Overvaluation and the World Economy / Ed. F. Bergson, J. Williamson. – Washington: Institute for International Economics, 2003.
7. Офманис Я. Цикл изменения курса евро-доллар // МЭМО. – 2005. – № 9. – С. 102–107.

¹³ Lavoie M. A Behavioural Finance Model of Exchange Rate Expectations within a Stock-Flow Consistent Framework / Mark Lavoie, Gauthier Daigle // Metroeconomica. – Vol. 62:3. – 2011. – P. 434–458.

¹⁴ Harvey J. T. Указ. соч., P. 110.

¹⁵ Biasco S. Указ. соч., P. 34–35.

¹⁶ Minsky H. P. The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy (1982) / Hyman P. Minsky Archive. – Paper 282. [Электронный ресурс] // http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/282.

¹⁷ Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. – СПб.: Питер, 2010. – 544 С.

¹⁸ De Conti B. Currency Hierarchy, Liquidity Preference And Exchange Rates: A Keynesian/Minskyan Approach / Bruno De Conti, André Biancarelli, Pedro Rossi / Congrès de l'Association Française d'Économie Politique Université Montesquieu Bordeaux IV. – France 3-5. – 2013. – Juillet. – P. 7.

Продолжается подписка на ежеквартальный аналитический журнал

«ФИНАНСЫ, ДЕНЬГИ, ИНВЕСТИЦИИ»

подписной индекс 81652 в каталоге «РОСПЕЧАТЬ»