

# МЕХАНИЗМ ФОРМИРОВАНИЯ ДЛИННЫХ ЦИКЛОВ ДОЛЛАРА<sup>1</sup>

**Миркин Я. М.**, докт. экон. наук, профессор, зав. отделом международных рынков капитала,  
ИМЭМО РАН

E-mail: Yakov.mirkin@gmail.com

**Бахтараева К. Б.**, канд. экон. наук, ст. науч. сотр. отдела международных рынков капитала,  
ИМЭМО РАН

E-mail: bakhtaraeva@gmail.com

**Добашина И. В.**, канд. экон. наук, доцент кафедры статистики,  
ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

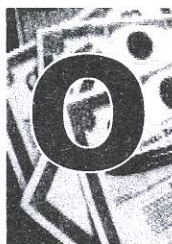
E-mail: irina421@gmail.com

## **Аннотация**

*Механизм возникновения длинных циклов доллара основан на долгосрочных бизнес-циклах в экономике США и антициклической денежной политики Федеральной резервной системы. В статье показано, что динамика курса доллара в 1970–2015 гг. была тесно связана с бизнес-циклами (темпами прироста реального ВВП), денежной политикой (повышением/снижением ставки ФРС) и динамикой дифференциала реальных процентных ставок по 10-летним государственным бумагам США и Германии. На основе выявленных закономерностей прогнозируется механизм формирования, продолжительность и пик нового цикла доллара, начавшегося в 2009 году.*

## **Ключевые слова:**

*курс доллара, циклы доллара, бизнес-цикл, дифференциал процентных ставок, денежная политика.*



## **Бизнес-циклы в экономике США и Германии**

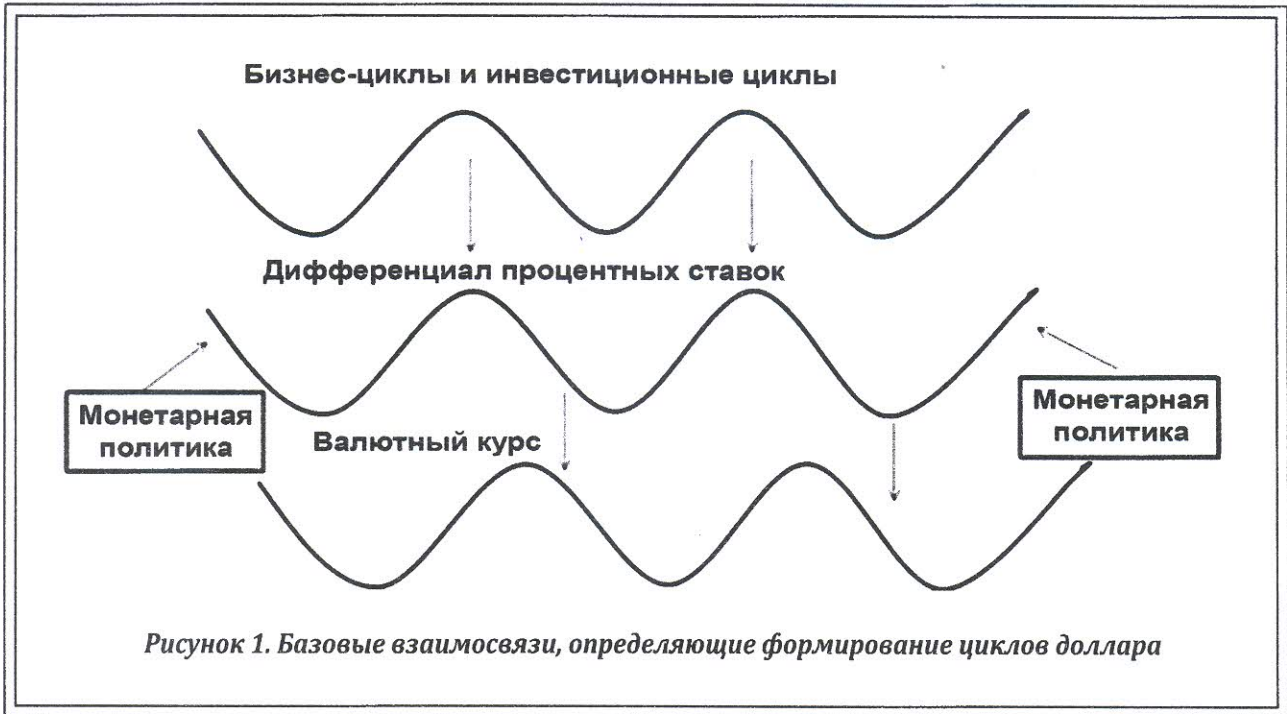
дна из базовых гипотез, объясняющих механизм возникновения циклов в динамике валютной пары доллар-евро, – это влияние на доллар бизнес-циклов долгосрочного характера и антициклической денежной политики Федеральной резервной системы США (далее – ФРС). Исследование практики подтверждает обоснованность данного предположения. Причинно-следственный механизм долгосрочной динамики курса доллара показан на рис. 1.

National Bureau of Economic Research (далее – NBER) выделяет в 1970–2015 гг. семь бизнес-циклов в экономике США (последний начался в 2009 г.)<sup>2</sup>, которые «пакуются» в три-четыре более крупные циклы продолжительностью 8–10 лет, близких к циклам Жугляра (рис. 2 на с. 8). Связь бизнес-циклов и дифференциала процентных ставок хорошо видна на графике на рис. 2. Наиболее сильно связан дифференциал реальных доходностей 10-летних государственных ценных бумаг США и Германии<sup>3</sup>. Он отражает долгосрочные ожидания, очищен от инфляции, формирует дей-

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> См. подробнее [www.nber.org/cycles](http://www.nber.org/cycles).

<sup>3</sup> См., например, Rosenberg M.R. Deutsche Bank Guide to Exchange-Rate Determination // A Survey of Exchange-Rate Forecasting Models and Strategies / Deutsche Bank. – 2002. – May. – P. 69.



ствительную разницу в доходности, ключевую для пары «доллар-евро».

Взаимосвязь динамики дифференциала процентных ставок и курса доллара<sup>4</sup> показана на рис. 3 на с. 9. При сопоставлении с динамикой бизнес-циклов видно, что циклы доллара укладываются в двоякленный цикл (пакет циклов) продолжительностью 16-18 лет, вмещающий два более коротких бизнес-цикла длительностью по 8-9 лет (см. рис. 2, 3).

На подъеме в бизнес-цикле при росте нормы инвестиций ФРС начинает повышать процентную ставку (federal funds rate), чтобы предупредить перегрев экономики. Примеры – «жесткая» политика Пола Волкера в 1979–1981 гг.<sup>5</sup> и

Алана Гринспена во второй половине 90-х годов (см. рис. 3). Следствие этого – увеличение дифференциала процентных ставок между США и Германией, что приводит к приливу капиталов в США, росту спроса на доллар и повышению его курса к евро.

И наоборот: при спаде в бизнес-цикле, при снижении нормы инвестиций ФРС начинает понижать ставку, чтобы поддержать остывающую экономику, поощрить ее к росту. Примеры – «мягкая» денежная политика ФРС для ускорения выхода экономики из рецессий в первой половине 70-х годов<sup>6</sup>, в 1990–1991, 2000–2001, 2007–2008 гг. (см. рис. 2, 3). Результат – сокращение дифференциала процентных ставок между США и Гер-

манией, вызывающее отток капиталов из США, снижение спроса на доллар и понижение его курса по отношению к евро.

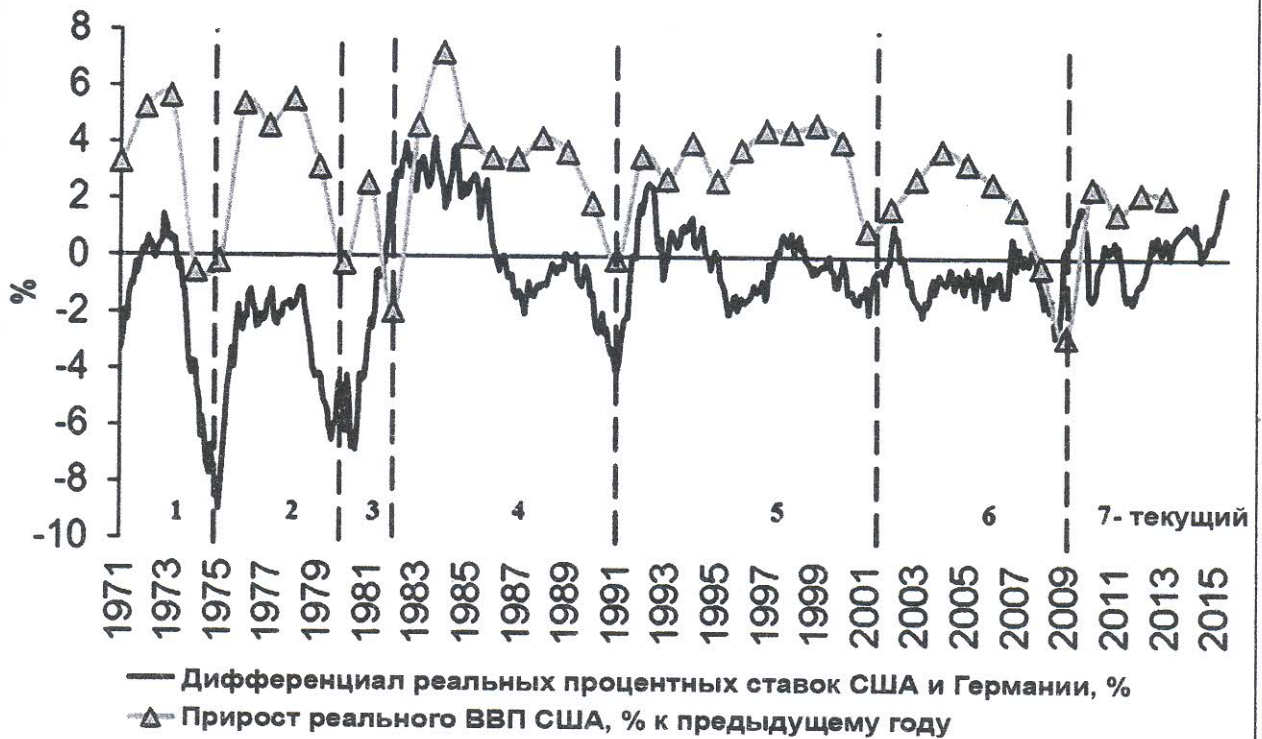
В итоге денежная политика, динамика процентных ставок и дифференциала ставок сами становятся циклическими. В свою очередь, динамика дифференциала процентных ставок формирует длинные циклы изменения курса доллара. Дифференциалы процентных ставок «сообщают» курсу доллара фундаментально обоснованные вектор движения, продолжительность фаз цикла, сведения о волатильности и границах коридора.

Количественный анализ силы связи для каждого периода монетарной политики ФРС (см. рис. 3) подтверждает выводы о связи де-

<sup>4</sup> Подробнее о прогнозировании валютных курсов – см. 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. – С. 60.

<sup>5</sup> Frankel J. A. Rate Policy / Jeffrey A. Frankel, C. Fred Bergsten, Michael L. Mussa / American Economic Policy in the 1980s. / Ed. by M. Feldstein. NBER, – 1994. – January. – P. 295.

<sup>6</sup> См. также: Mundell R. Commodity Prices, Exchange Rates and the International Monetary System // Consultation on Agricultural Commodity Price Problems / Commodities and Trade Division. / Food and Agriculture Organization of the United Nations. – Rome. – 2002. – March.



Цифры 1-7 снизу означают бизнес-циклы, выделяемые NBER.

Дифференциал рассчитан как разница реальных доходностей между США и Германией (доходностей за вычетом инфляции).

Источник: Bloomberg (темпы прироста ВВП – тикер GDP CYOY Index (используется ВВП в постоянных ценах 2009 г., квартальные данные с сезонной корректировкой – в годовом выражении); OECD (Номинальные доходности 10-летних государственных ценных бумаг США и Германии – Long-Term Interest Rates; индекс потребительских цен США и Германии – Inflation – CPI).

**Рисунок 2. Связь бизнес-циклов в США и дифференциалов процентных ставок\***

\*Автор графика и сопоставления бизнес-циклов США и дифференциала процентных ставок – А. В. Левченко, канд. экон. наук, ст. науч. сотр. ИМЭМО РАН.

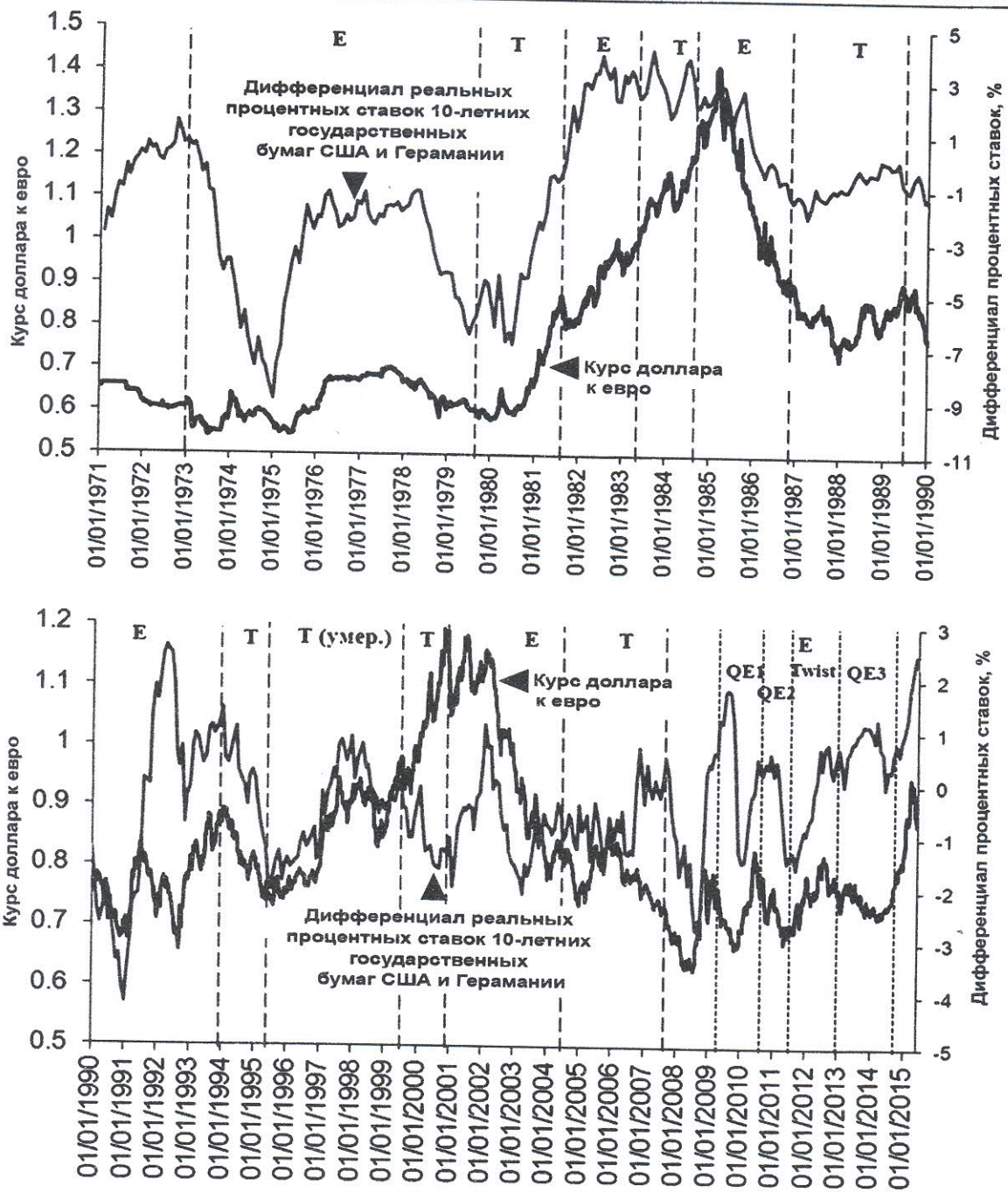
нейной политики, дифференциала и курса доллара, а именно:

- корреляция между ставкой ФРС и дифференциалом для большинства периодов положительная (максимально – 40-70 %), отрицательная связь характерна для периодов, когда дифференциал расходился с направлением действий ФРС;
- корреляция между дифференциалом и курсом доллара так-

же положительная (около 50 % для периода 1973–2015 гг.).

Расхождения курса доллара с изменениями в ставке ФРС, как правило, объясняются динамикой дифференциала – он отклоняется от направления действий ФРС из-за ожиданий рынка относительно изменения монетарной политики, разницы в уровне инфляции в США и Германии, в меньшей

степени – из-за номинальных процентных ставок в Германии, которые обычно следуют за ставками США. Периоды отклонения курса доллара – как от дифференциала, так и от ставки ФРС – объясняются влиянием других факторов – валютными интервенциями ФРС и(или) поведенческими факторами – иррациональными действиями участников рынка, дей-



«Е» (easy) – периоды «мягкой» денежной политики ФРС; «Т» (tight) – периоды «жесткой» денежной политики ФРС. Дифференциал рассчитан как разница реальных доходностей (доходностей, дисконтированных на индекс потребительских цен).

Источник: Datastream Navigator Thomson Reuters (евро / доллар – тикер USEURSP)\*. OECD (Номинальные доходности 10-летних государственных ценных бумаг США и Германии – Long-Term Interest Rates; индекс потребительских цен США и Германии – Inflation – CPI).

**Рисунок 3. Связь курса доллара и дифференциала процентных ставок по государственным бумагам США и Германии**

\* Курс евро с начала 70-х годов прошлого века рассчитан как синтетический – на основе корзины валют, вошедших в евро.

ствующих под эффектом «толпы» или сильных макроэкономических факторов (структурного дефицита бюджета, расширения дефицита текущего счета, интенсивного роста экономики и инвестиций и др.). Такие отклонения были характерны в основном для растущей фазы цикла доллара, в том числе в период, предшествующий пику, – в 1984–1985 гг., в 2000 г. (см. рис. 3).

### **Особенности бизнес-циклов в 1973–2008 гг.**

У циклов доллара в 1973–2008 гг. были свои характерные особенности:

А. Первый цикл доллара (1973–1990 гг.) – период высокой инфляции, высоких процентных ставок и дифференциала (см. рис. 3). В 70-х годах движение курса доллара по отношению к европейским валютам было зажато в «туннеле» (Европейская валютная змея, European Currency Snake, 1972–1979 гг.), и реакции доллара и европейских валют на изменения дифференциала процентных ставок были подавлены. При этом высокий уровень и волатильность дифференциала во многом обусловливались сверхвысокой инфляцией.

Б. Второй цикл доллара (1990–2008 гг.) – снижение макроэкономической нестабильности – снижение процентных ставок (средние значения ставки ФРС – 3,5 %, тогда как до 1990 г. они составляли 9,4 %) и инфляции (в среднем 2,65 % против 6,7 % до 1990 г.). В результате наблюдалось сокращение абсолютной величины

дифференциала и сглаживание циклических колебаний курса доллара. Сильный рост и пик доллара в 2000–2001 гг. были достигнуты при отрицательном/нулевом дифференциале, а в 1980–1985 гг. дифференциал составлял 3–5 % (см. рис. 3).

Также для первых двух циклов доллара были выявлены следующие закономерности механизма формирования цикла:

- в каждом цикле доллара примерно однородная последовательность действий ФРС (чередование «жесткой» и «мягкой» денежной политики, то есть ее «циклическость» – см. рис. 3), что объясняется воздействием бизнес-циклов; при этом временной разрыв между пиком бизнес-цикла (по темпам прироста реального ВВП) и началом разворота курса доллара составлял в среднем около 1–1,5 лет;

- достижение пика и разворот курса доллара происходили в фазе «мягкой» денежной политики, необходимой для стимулирования замедляющейся экономики, постепенно снижающей спрос на доллар и способствующей его ослаблению;

- значимым для динамики курса доллара является тренд движения дифференциала (рост или снижение), а не его абсолютный уровень; в условиях нулевого или отрицательного дифференциала, характерного для второго цикла доллара, пик доллара в новом цикле может быть достигнут и при небольших абсолютных значениях дифференциала, а следовательно, по абсолютному уровню не превысит предыдущий пик.

### **Как будет формироваться новый цикл доллара**

С 2009 года начался новый цикл доллара (растущий тренд), совпадающий с растущей фазой текущего бизнес-цикла в экономике США и ростом дифференциала процентных ставок в ожидании повышения ставки ФРС, что хорошо видно на графиках (см. рис. 2, 3). Несмотря на изменение монетарных и макроэкономических условий (нулевая ставка и значительное расширение баланса ФРС, низкий уровень инфляции, более низкие темпы роста ВВП – в среднем не более 2 %, более высокий дефицит текущего счета – в среднем в 2008–2014 гг. – 3 % ВВП против 1 %, дефицит бюджета – 6 % ВВП против 3,7 % в 2000–2002 гг.), сохраняется связь динамики курса доллара с бизнес-циклами, денежной политикой и дифференциалом процентных ставок.

Базовым условием сохранения указанных взаимосвязей в новом цикле доллара является отсутствие глобальных изменений в фундаментальных внешних условиях (отсутствие глобальных военных конфликтов, продолжение глобализации финансов, сохранение мирового экономического лидерства в США).

Таким образом, новый цикл доллара будет формироваться на горизонте 2009–2025/27 гг. – в рамках «сдвоенного» цикла длительностью 16–18 лет, предположительно вмещающего два более коротких бизнес-цикла по 8–9 лет. Пик текущего бизнес-цикла в экономике США придется на 2018–2020 гг. и совпадет с максимумом дифференциала процентных ста-

вок. Пик усиления доллара США будет достигнут в этот же период со сдвигом в 1-1,5 года по отношению к пику бизнес-цикла. Начало разворота курса доллара (ослабление) придется на первую половину 20-х гг. и будет обусловлено пе-

реходом ФРС к «мягкой» денежной политике для стимулирования роста экономики, а также снижением дифференциала процентных ставок к 2025-2027 гг.

Вместе с тем в условиях модификации денежной политики ФРС

после кризиса 2008–2009 гг. и изменения макроэкономических условий новый цикл доллара может иметь более пологий вид и быть более растянутым по времени (возможно смещение максимумов и минимумов на 2-3 года).

### 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. – 456 С.
2. Frankel J. A. Rate Policy / Jeffrey A. Frankel, C. Fred Bergsten, Michael L. Mussa / American Economic Policy in the 1980s. / Ed. by M. Feldstein. – NBER. – 1994. – January.
3. Mundell R. Commodity Prices, Exchange Rates and the International Monetary System // Consultation on Agricultural Commodity Price Problems / Commodities and Trade Division / Food and Agriculture Organization of the United Nations. – Rome. – 2002. – March.
4. Rosenberg M.R. Deutsche Bank Guide to Exchange-Rate Determination // A Survey of Exchange-Rate Forecasting Models and Strategies / Deutsche Bank. – 2002. – May.

### ИНФОРМАЦИЯ

#### Форекс-дилеров призовут к порядку

Реклама форекс-дилеров, их договоры и расчеты с клиентами, другая деятельность должны будут соответствовать определенным стандартам. Это позволит сделать рынок Форекс более прозрачным, а также повысит качество услуг форекс-дилеров.

Требования к стандартам изложены в Указании Банка России № 3797-У, которое опубликовано в понедельник 26 октября в «Вестнике Банка России».

С 1 октября 2015 года вступили в силу новые нормы закона «О рынке ценных бумаг». Теперь на рынке Форекс могут работать только компании со специальной лицензией форекс-дилера, после получения которой организация должна стать членом саморегулируемой организации (СРО) и выполнять ее стандарты.

В свою очередь, разработанное Банком России Указание устанавливает требования к 11 обязательным стандартам деятельности. Например, стандарт, регламентирующий рекламу услуг форекс-дилера, требует, чтобы в рекламе было ука-

зано его полное наименование и информация о лицензии. При рекламировании недопустимы недобросовестная конкуренция или действия, причиняющие моральный вред другим лицам.

Отдельный стандарт посвящен примерным условиям рамочных договоров, которые форекс-дилер заключает с клиентами: в них, в частности, должны быть прописаны возможные риски, порядок расчета дилера с клиентом, сведения о комиссионных сборах и тарифах, основания для досрочного прекращения обязательств и др.

В стандарте, утверждающем порядок расчета форекс-дилера с клиентом, должен быть зафиксирован срок возврата денежных средств: не позднее, чем через два рабочих дня с момента получения требования клиента.

Банк России продолжает подготовку нормативной базы, регулирующей деятельность форекс-дилеров и саморегулируемых организаций форекс-дилеров.

26 октября 2015 г.

Пресс-служба Банка России