



Поворачивая вспять динамику валютных курсов

Опционные трейдеры евро/долларов на Чикагской товарной бирже.

ПРАВИТЕЛЬСТВА стран с развитой экономикой в основном стараются не вмешиваться в работу валютных рынков, позволяя рыночным силам определять стоимость их валют. Это делается отчасти из теоретических соображений, так как считается, что рынки в целом правильно формируют курсы валют. Однако в некоторой степени нежелание вмешиваться исходит из очевидно смешанных результатов предыдущих интервенций, в особенности в середине и конце 1980-х годов, когда делались попытки поддержать ведущие валюты или предотвратить слишком быстрый рост их курса.

Правительства стран с развитой экономикой в основном стараются не вмешиваться в работу валютных рынков, позволяя рыночным силам определять стоимость их валют. Это делается отчасти из теоретических соображений, так как считается, что рынки в целом правильно формируют курсы валют. Однако в некоторой степени нежелание вмешиваться исходит из очевидно смешанных результатов предыдущих интервенций, в особенности в середине и конце 1980-х годов, когда делались попытки поддержать ведущие валюты или предотвратить слишком быстрый рост их курса.

Обеспокоенность в последнее время резкими колебаниями доллара и других ведущих валют, нашедшая отражение в заявлении, сделанном в апреле Группой семи (G-7) ведущих промышленно развитых стран на Весенних совещаниях МВФ и Всемирного банка, вновь выдвигает на передний план возможность интервенций на валютных рынках. Однако

если директивные органы решат вновь проводить интервенции на валютных рынках, будут ли они успешными?

Согласно теории, можно легко воздействовать на обменный курс. Чтобы *укрепить* курс валюты, центральному банку достаточно повысить ставку интервенции. Поскольку спрос на валюту со стороны инвесторов, стремящихся к увеличению прибыли, увеличивается, курс валюты повышается. Снижая процентные ставки, центральный банк может *понизить* обменный курс. В реальных условиях проблема заключается в том, что эти действия сопряжены с издержками: центральный банк подчиняет свою денежно-кредитную политику достижению целевого показателя обменного курса вместо решения более привычных внутренних задач контроля над инфляцией, поддержания экономической активности или обеспечения ликвидности в периоды напряженности в финансовом секторе.

Чтобы обойти эту проблему, центральные банки изобрели метод, именуемый стерилизацией, с тем чтобы разъединить воздействие денежно-кредитной политики на обменный курс и решение внутренних задач. Идея заключается в том, чтобы компенсировать покупки или продажи центральным банком иностранной валюты операциями на внутреннем открытом рынке (операциями продажи или покупки государственных облигаций), в результате которых денежная масса или ставка интервенции должны оставаться неизменными. Например, если правительство США проводит интервенцию в поддержку доллара (используя свои авуары в иностранной валюте для покупки долларов), это ведет

Для успешной интервенции на валютных рынках центральные банки должны действовать сообща

Атиш Гош

к изъятию долларов из обращения и уменьшению денежной массы, что эквивалентно повышению процентных ставок — вряд ли отрадная мера, если экономика находится на грани спада. Чтобы «стерилизовать» эту операцию, ФРС покупает казначейские ценные бумаги США на открытом рынке для вливания в систему долларов, возвращая тем самым денежную массу и процентную ставку к их изначальному уровню.

Однако если при стерилизованной интервенции процентная ставка не меняется, почему она должна влиять на обменный курс? Действительно, в мире с идеальной взаимозаменяемостью активов, совершенной информацией и полностью ликвидными рынками она не будет на него влиять.

Виды механизмов

Экономисты выявили три основных механизма, посредством которых стерилизованная интервенция может влиять на обменный курс: механизм баланса портфеля, механизм сигналов и микроструктурный механизм.

Посредством *механизма баланса портфеля* относительное предложение активов влияет на премию за риск и, следовательно, обменный курс. Предположим, что центральный банк пытается понизить курс своей валюты относительно доллара США. Для этого он покупает доллары в обмен на свою валюту. Поскольку это ведет к увеличению денежной массы, центральный банк стерилизует интервенцию путем продажи за национальную валюту государственных облигаций, выраженных в этой валюте, возвращая таким образом денежную массу к первоначальному уровню. Чистым результатом этого является увеличение предложения облигаций, выраженных в национальной валюте. Если активы не являются идеально взаимозаменяемыми, увеличение относительного предложения облигаций ведет к повышению премии за связанный с ними риск, что, в свою очередь, ведет к понижению обменного курса.

Хотя имеются данные о том, что активы на являются идеально взаимозаменяемыми, само описание того, как должен работать механизм баланса портфеля, ясно показывает, что на практике он будет иметь ограниченное применение в случае ведущих валют. Запас активов в обращении столь велик, что для того, чтобы оказать заметное воздействие на премию за риск и, следовательно, обменный курс, потребуется интервенция огромного масштаба.

Посредством *механизма сигналов* центральный банк сообщает участникам рынка о своих намерениях в отношении направления политики или доводит до их сведения конфиденциальную информацию, которой он может располагать относительно будущего предложения валюты или спроса на нее (или, что равносильно, относительно траектории процентных ставок). В результате может возникнуть виртуальный цикл ожиданий: например, если центральный банк дает рынку достоверные сигналы о том, что, по его мнению, обменный курс является завышенным — и он готов при необходимости изменить ставку интервенции, — рыночные ожидания приведут к продаже валюты, что, как и требовалось, ослабит ее курс.

Однако почему центральный банк не может просто объявить о своих намерениях или предоставить информацию? Почему необходимы интервенции, чтобы сигналы были восприняты как достоверные? Причиной может быть то, что интервенции показывают, что центральный банк «готов финансово подкрепить свои заявления». Рассмотрим случай покупки центральным банком иностранной валюты для понижения курса собственной валюты. Если курс его валюты впоследствии повышается, центральный банк терпит убыток по бухгалтерским книгам в результате покупки иностранной валюты. Даже для крупных центральных банков такие убытки могут быть политически обременительными, и именно это может убедить участников рынка в том, что центральный банк

реализует (при необходимости путем нестерилизованных интервенций) свои намерения в области политики, о которых он сигнализирует, проводя стерилизованные интервенции.

Некоторые последние исследования показывают, что *микроструктура* рынка — мимолетный поток приказов на покупку и продажу — может влиять на цены на активы, так как эти потоки косвенным образом информируют участников рынка. Меняя поток приказов, интервенция центрального банка может воздействовать на обменный курс.

Аналогичным образом, если интервенция центрального банка оказывается успешной и обменный курс меняется, некоторые участники рынка могут «последовать за потоком» и усилить эффект интервенции, что приведет к преодолению ключевых технических уровней или «точек сопротивления» обменного курса. Если существует большое количество технических трейдеров (участников рынка, проводящих операции на основе технического анализа), первоначальная интервенция может оказать непропорционально большой эффект, особенно если считается, что обменный курс далек от своего равновесного уровня.

Наконец, если стерилизованная интервенция оказывает небольшое или только временное воздействие на уровень обменного курса, повторные интервенции могут иметь долгосрочные последствия для волатильности обменного курса. В действительности центральные банки часто проводят интервенции, когда происходят нарушения в рыночных условиях, а волатильность считается чрезмерной.

Некоторые варианты интервенций

Центральный банк, в частности, должен выбрать, *проводить ли интервенции открыто или скрытно* (хотя ни одна интервенция не может быть полностью скрытой ввиду ее воздействия на поток приказов, как было показано выше). Механизм сигналов, безусловно, будет более эффективен, когда интервенция объявляется. Но центральный банк может пожелать вначале «прощупать почву», чтобы понять глубину и базовую волатильность рынка, путем проведения скрытой интервенции. Это также имеет то преимущество, что доверие к центральному банку не пострадает, если интервенция окажется неудачной и обменный курс не изменится в желаемом направлении.

В некоторых экономических условиях предпочтительны скрытые интервенции. Предположим, что центральный банк располагает некоторой конфиденциальной информацией, которая, если ее раскрыть рынку, вызовет резкое негативное изменение обменного курса (например, центральный банк был предупрежден о «плохих» показателях платежного баланса). В этом случае открытая интервенция раскроет эту информацию, что приведет к нежелательно резкому изменению обменного курса. Проводя скрытую интервенцию, центральный банк частично раскрывает информацию и, таким образом, заставляет обменный курс меняться в правильном направлении, избегая резких изменений при объявлении информации (например, торговых данных).

Кроме того, требуется принятие решения, проводить ли интервенции самостоятельно или в координации с одним или несколькими центральными банками. Скоординированные интервенции, безусловно, скорее будут эффективны. В случае механизма баланса портфеля важно относительное предложение активов: если сумма непогашенных активов одной страны увеличивается, а другой уменьшается, это, очевидно, окажет соответствующее более сильное воздействие на относительное предложение активов, чем в случае изменения запаса активов только одной страны. Аналогичным образом, при механизме сигналов важна относительная денежная масса (или дифференциал процентных ставок — процентная ставка одной страны минус процентная ставка другой страны). Если скоординированная интервенция сигнализирует

об ожидаемых изменениях процентных ставок двух стран в противоположном направлении, воздействие на ожидаемый дифференциал и, следовательно, обменный курс будет соответственно более сильным. Скоординированную интервенцию, хотя она является более эффективной, труднее проводить, так как она требует достижения договоренности между центральными банками относительно желаемого уровня и динамики обменных курсов, а также операционной и технической координации. Однако даже если интервенция не координируется, политика и заявления центральных банков, по крайней мере, не должны противоречить друг другу, для того чтобы интервенция увенчалась успехом.

На что указывают данные

Итак, насколько эффективны стерилизованные интервенции на практике? Эмпирические сведения неоднозначны. Хотя в ряде исследований 1980-х годов, таких как Jurgensen report (1983), был сделан вывод о том, что они обладают ограниченной эффективностью, последние сведения — особенно основанные на событийных исследованиях — являются более обнадеживающими. С середины 1980-х годов было осуществлено пять крупных скоординированных интервенций: Соглашение «Плаза» 1985 года об укреплении валют Г-5, кроме доллара США; Луврское соглашение 1987 года о поддержании курса доллара против других валют Г-6; усилия министров финансов Г-7 поддержать доллар США в 1995 году; совместная интервенция США и Японии 1998 года для поддержания иены; и совместные действия центральных банков Соединенного Королевства, Японии и Канады для поддержания евро. Из них четыре были «успешными» в том плане, что они при-

близительно стали поворотными моментами в изменении (в желательном направлении) курсов валют (см. рисунок), хотя трудно определить, что бы произошло в отсутствие этих интервенций (например, к 1985 году доллар достиг головокружительных высот и вполне возможно, что в любом случае он начал бы терять в цене).

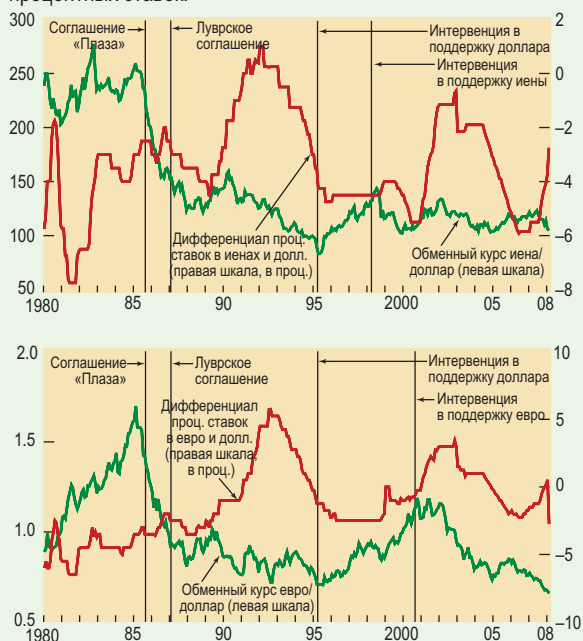
В соответствии с механизмом сигналов при стерилизованных интервенциях ключевым элементом успеха было то, что дифференциал процентных ставок начинал меняться в нужном направлении вскоре после проведения интервенций или, по крайней мере, не менялся в противоположном направлении. Значение этого эффекта также подчеркивается одной крупной неудачей — неспособностью Луврского соглашения, заключенного в феврале 1987 года, поддержать доллар. Хотя вначале разница между процентными ставками в США и Германии увеличилась, летом того же года Германия, будучи обеспокоенной инфляционным давлением, начала повышать свои процентные ставки. В сочетании с отрицательными торговыми показателями США это привело к резкому понижению курса доллара и обвалу фондового рынка в октябре 1987 года, так как рынки ожидали, что Федеральная резервная система США ужесточит денежно-кредитную политику (повысит процентные ставки) в ответ на инфляционное давление, создаваемое слабым долларом.

Таким образом, как теория, так и опыт показывают, что стерилизованные интервенции могут быть эффективными, но только если они поддерживаются обоснованными ожиданиями необходимых сопутствующих мер политики. Сами по себе стерилизованные интервенции, вероятно, не являются полностью независимым инструментом политики. Тем не менее, если обеспечено доверие и особенно если действия координируются с другими центральными банками, стерилизованные интервенции могут обеспечить некоторую дополнительную гибкость для достижения целей политики. Кроме того, особенно в периоды финансовой напряженности, когда центральные банки пытаются достичь различных целей в своей внутренней и внешней экономической политике, они могут усердно искать в своем инструментарии любой инструмент, который будет работать. ■

Атшии Гош — начальник отдела Исследовательского департамента МВФ.

Поворотные моменты

С середины 1980-х годов четыре из пяти крупных скоординированных интервенций помогли заставить курсы валют меняться в желаемом направлении. Ключевым элементом успеха служил соответствующий дифференциал процентных ставок.



Источник: МВФ «Международная финансовая статистика».

Примечание. Вертикальные линии указывают на крупные скоординированные интервенции. Ряды данных по обменному курсу евро/доллар и дифференциалу процентных ставок были состыкованы с рядами данных в марках ФРГ/долларах за период до введения евро.

Дополнительная рекомендуемая литература:

- Dominguez, Kathryn, and Jeffrey Frankel, 1993, "Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect," *American Economic Review*, Vol. 83 (December), pp. 1356–69.
- Evans, Martin, and Richard Lyons, 2002, "Order Flow and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 110 (February), pp. 170–80.
- Fatum, Rasmus, and Michael Hutchison, 2006, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25 (March), pp. 199–219.
- Ghosh, Atish, 1992, "Is It Signaling? Exchange Intervention and the Dollar-Deutschemark Rate," *Journal of International Economics*, Vol. 32, pp. 201–20.
- , 2002, "Central Bank Secrecy in the Foreign Exchange Market," *European Economic Review*, Vol. 46 (February), pp. 253–72.
- Ishii, S., J. Canales-Kriljenko, R. Guimarães, and C. Karacadag, 2006, "Official Foreign Exchange Intervention," IMF Occasional Paper No. 249 (Washington: International Monetary Fund).
- Jurgensen, Philippe, 1983, "Report of the Working Group on Exchange Market Intervention [Jurgensen Report]" (Washington: U.S. Treasury Department).
- Mohi-uddin, Mansoor, 2008, "Does Co-ordinated Intervention Work?" (unpublished; Union Bank of Switzerland).