

Ключевые слова:

валютный курс, валютные интервенции, эффективность интервенций, критерии оценки эффективности

Ю. А. Харитонова, к. э. н., доц.,

зав. кафедрой «Финансы и кредит»

Уральского института экономики управления и права

(e-mail: kafedra_fk@mail.ru)

Современные валютные интервенции Японии

Кризис суверенных долгов США и стран Западной Европы летом 2011 г. вызвал резкое падение биржевых индексов и курсов доллара и евро к основным мировым валютам. Среди национальных валют особенно сильно пострадали швейцарский франк и японская иена, рост их курсов стал приобретать угрожающий характер. Так, с июня по август 2011 г. курс иены вырос к американскому доллару на 5 %. Такие темпы укрепления национальной валюты ставят под угрозу не только будущий рост экономики Японии, но и ее текущее состояние.

Основные источники благосостояния страны — экспорт товаров, услуг и репатриация доходов, полученных от прямых зарубежных инвестиций. В таких условиях Министерство финансов Японии объявило о готовности провести широкомасштабные валютные интервенции для поддержания стоимости иены (¥), и 4 августа 2011 г. интервенция в размере ¥1 трлн была осуществлена. Ее результатом стало обесценение курса японской валюты на 2,7 %, до 79,07 иен за один американский доллар. Реакция мирового финансового сообщества была неоднозначной. Агентство Moody's в своем еженедельном коммюнике прокомментировало действия Японии как опасные для кредитного рейтинга страны, также были высказаны предположения об их бесполезности¹.

Япония возобновила практику валютных интервенций в 2010 г. после шестилетнего перерыва. Первое вмешательство Министерства финансов Японии в деятельность валютного рынка произошло в сентябре 2010 г. с целью замедления темпов укрепления иены на фоне объявленных количественных смягчений (QE2)

¹ Moody's: Банк Японии своими интервенциями делает только хуже / Информационное агентство «РосБизнесКонсалтинг» (<http://top.rbc.ru/economics/08/08/2011/609320.shtml>).

в монетарной политике Федеральной резервной системы (ФРС) США. Второе — в марте 2011 г. для поддержания курса иены в связи с природной катастрофой, это была коллективная интервенция, проводимая Японией совместно с центральными банками стран Большой семерки (G7); третье — в августе 2011 г. с целью снижения темпов укрепления иены. Рассмотрим более подробно эти валютные интервенции и постараемся оценить их эффективность.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ

Для начала остановимся несколько подробнее на некоторых теоретических аспектах интервенций на валютном рынке. Валютная интервенция — это операции по покупке-продаже иностранной валюты центральным банком страны или уполномоченным органом для поддержания цены национальной валюты. Для проведения интервенций используется ряд инструментов:

1. Операции «спот» (наличные операции) — безналичная иностранная валюта покупается или продается с условием расчетов не более чем через два банковских дня. Это традиционный инструмент валютных интервенций, который дает эффект в краткосрочном периоде.

2. Форвардные операции — валютные сделки с расчетами более чем через два банковских дня с момента их заключения. Преимущество данного инструмента в том, что он не требует немедленных расчетов, и при изменении конъюнктуры на валютном рынке центральный банк может отказаться от интервенции, проведя встречные сделки, тем самым сохраняя международные резервы.

3. Валютный своп — сделка, совмещающая в себе спотовую и форвардную сделки. Данная операция в чистом виде оказывает незначительное влияние на валютный курс, поэтому выступает в качестве вспомогательного инструмента.

4. Опционы — срочные контракты, которые используются для предотвращения обесценения национальной валюты; в этом случае центральный банк может продавать европейский опцион «пут» на национальную валюту или опцион «колл» на иностранную валюту. Данные действия на рынке позволяют банкам избегать чрезмерной траты валютных резервов².

В мировой практике валютные интервенции активно применялись странами — членами Международного валютного фонда (МВФ) в период Бреттон-Вудской валютной системы (1944–1976). В рамках этой системы для всех стран — участников МВФ устанавливался режим фиксированных валютных курсов по отношению к доллару США. Рыночный курс мог отклоняться от официально зафиксированного паритета на $\pm 1\%$. Для соблюдения пределов колебания курсов центральные банки должны были проводить долларовые интервенции за счет международных резервов страны либо за счет кредитов, полученных у правительства США. Таким образом, причина использования валютных интервенций при режиме фиксированного валютного курса очевидна — поддержание на неизменном уровне паритета между национальной и иностранной валютами и сохранение границ его колебаний.

С 1976 г. все развитые страны используют режим плавающего валютного курса, в рамках которого обменный курс формируется исходя из спроса и предложения на валюту. В этом случае причины вмешательства государства в действия рынка не так очевидны. Многолетняя практика свободного курсообразования свидетельствует

² Моисеев С. Политика валютных интервенций центральных банков: сущность, теневые механизмы и эффективность операций Банка России // *Финансы и кредит*. — 2002. — № 11. — С. 48.

о том, что мотивов, побуждающих центральные банки стран проводить валютные интервенции, много. В литературе по данной проблеме выделяют следующие:

- изменение валютного тренда, действующего в течение продолжительного времени и негативно отражающегося на экономике страны (регулирующая интервенция);
- уменьшение волатильности на валютном рынке (корректирующая интервенция);
- предупреждение участникам рынка о возможных изменениях (неизменениях) в монетарной или валютной политиках (сигнальная интервенция);
- накопление валютных резервов официальными органами;
- получение центральным банком дохода от валютных операций³.

Насколько указанные мотивы истинны? В 2000-е гг. Федеральный резервный банк Сент-Луиса провел исследование, которое было опубликовано в журнале *Central Banking*. Всем членам Международного банка реконструкции и развития и Европейского банка реконструкции и развития были разосланы опросные листы, в которых определялись спецификации валютных интервенций, проведенных в 1990–2000 гг. Из 44 учреждений только 22 ответили на все или часть вопросов. Из опрошенных центральных банков 90 % иногда или всегда пытаются противостоять развитию негативного краткосрочного тренда, 67 % стараются вернуть валютный курс к его фундаментальному значению. К второразрядным задачам относят защиту целевого уровня, ограничения влияния валютного курса на цены и аккумуляцию резервов. В получении доходов от интервенций ни один банк не признался⁴.

Любая валютная политика базируется на определенной теоретической базе, позволяющей обосновывать действия государства при вмешательстве в деятельность валютного рынка и оценивать возможные результаты. Существуют четыре теоретических подхода, объясняющие механизмы интервенций центрального банка.

Первый подход — **портфельный**, который основан на предположении о высокой взаимозаменяемости активов и действии механизма паритета процентной ставки. Инвесторы формируют портфели из национальных и иностранных активов, основываясь на ожидаемой доходности, которая складывается из процентной ставки по активу и процентного изменения валютного курса. Например, продажа иностранной валюты центральным банком страны увеличивает предложение национальных денег. В результате снижается процентная ставка на активы, и для выравнивания доходности активов в портфеле инвесторы начинают приобретать иностранные бумаги, вследствие чего обесценивается национальная валюта. Данный подход критикуют за то, что монетарные власти чаще всего не заинтересованы в изменении параметров внутреннего денежного рынка, поэтому проводят «стерилизованную» интервенцию, которая не оказывает существенного влияния на денежный рынок и, следовательно, недостаточно эффективна. Такой вид интервенций будет результативным, если национальные и иностранные активы не полностью взаимозаменяемы.

Второй теоретический подход — **ликвидный** — основывается на влиянии денежной ликвидности на динамику валютного курса. Увеличение или сокращение предложения денег в ходе интервенций отражается на уровне ликвидности, которой располагают игроки рынка для проведения операций, что естественно сглаживает волатильность и положительно влияет на динамику валютного курса. Однако здесь надо учитывать один момент — объем интервенций должен быть сопоставим с оборотом валютного рынка, только в этом случае действия денежных властей будут иметь необходимый эффект.

³ Edison H., Cashin P., Liang H. *Foreign Exchange Intervention and the Australian Dollar: Has it Mattered / International Monetary Fund* (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0399.pdf>).

⁴ Моисеев С. Политика валютных интервенций центральных банков: сущность, теневые механизмы и эффективность операций Банка России // *Финансы и кредит*. — 2002. — № 11. — С. 48.

Третий подход называют **сигнальным**. Он базируется на тезисе об асимметричности информации на рынке. Центральный банк страны обладает большим объемом информации, чем игроки на рынке. Проводя интервенции, он может подавать сигналы участникам рынка о тех изменениях, которые будут происходить в валютной и монетарной политиках. Инвесторы на основании полученных сигналов формируют ожидания по дальнейшей динамике валютного курса, что окажет на нее необходимое влияние. Современные эмпирические исследования не дают четких ответов о результативности данного метода на практике.

Четвертый теоретический подход получил название **программного шума**. Он основывается на методах технического анализа и стадного поведения игроков на рынке. Традиционно большинство трейдеров используют технические инструменты, которые в той или иной степени показывают состояние «перекупленности» или «перепроданности» рынка активов⁵, позволяя игрокам принимать решения об открытии или закрытии позиций. Зная поведение трейдеров, центральный банк может искусственно создавать на рынке ситуации «перекупленности» или «перепроданности», чтобы подтолкнуть движение валютного курса в нужном направлении. Подход «программный шум» очень популярен в США и активно разрабатывается ФРС, однако его практическое применение детально не изучалось⁶.

Теперь акцентируем свое внимание на оценке успешности валютных интервенций. Существуют три подхода к оценке. Первый выделен профессором Гарвардского университета Дж. Френкелем. Он предложил оценивать успех действий центрального банка по однонаправленности изменений валютного курса и интервенций; другими словами, если центральный банк продает иностранную валюту, то курс национальной валюты повышается и наоборот. Второй подход — «сглаживание» — разработан экономистом Федерального резервного банка Кливленда (США) О. Хампэйджем. Он связан с уменьшением волатильности на рынке. Интервенция успешна, если развитие действующего тренда замедляется; иными словами, если курс национальной валюты падает, то это происходит плавно⁷.

Третий подход предложен экспертом Европейского банка Р. Фатумом: интервенция успешна, если в ходе нее происходит смена текущего тренда на противоположный⁸. Этот метод был детализирован Е. Эдисоном и П. Кашиным, которые для анализа успешности интервенций ввели временной критерий:

- краткосрочный эффект (*short-term effect*) — немедленный разворот тренда валютного курса;
- долгосрочный эффект (*long-term effect*) — длительный разворот тренда в течение месяца после окончания интервенций.

Исходя из этих двух критериев выделено четыре предполагаемых результата:

1. Несомненный успех (*definite success*) — краткосрочное изменение тренда валютного курса подтверждается долгосрочным разворотом.
2. Провал (*failure*) — тренд не меняется ни в краткосрочном, ни в долгосрочном периодах.

⁵ «Перекупленность» — понятие, характеризующее состояние рынка активов при длительном или быстром росте цен на них; «перепроданность» — состояние рынка при длительном или очень быстром падении цен на активы. Эти состояния определяются индикаторами технического анализа, такими как MACD, Momentum, Stochastic, RSI и др.

⁶ Моисеев С. Политика валютных интервенций центральных банков: сущность, теневые механизмы и эффективность операций Банка России // *Финансы и кредит*. — 2002. — № 11. — С. 50.

⁷ Моисеев С., Пантина И. Валютные интервенции центрального банка (анализ операций Банка России) // *Банки и деловой мир*. — 2009. — Март. — С. 46.

⁸ Rasmus Fatum. *Official Japanese Intervention in the JPY/USD Exchange Rate Market: Is It Effective, and through Which Channel Does It Work?* // *Monetary and economic studies*. — 2009. — November.

3. Краткосрочный успех (*short-term success*) — формирование нового краткосрочного тренда.

4. Долгосрочный успех (*long-term success*) — отсутствие реакции тренда на интервенцию в краткосрочном периоде, но в долгосрочном периоде происходит разворот тренда⁹.

Для более точной оценки результативности валютных интервенций следует конкретизировать временные интервалы и уточнить критерии, по которым можно судить о положительном, отрицательном или нейтральном результатах. По мнению автора, целесообразно выделить четыре периода: сверхкороткий (от 1 до 7 дней), краткосрочный (до 1 месяца), среднесрочный (от 1 до 6 месяцев) и долгосрочный (свыше 6 месяцев). Более подробно метод оценки результатов валютных интервенций представлен в табл. 1.

Таблица 1

Оценка результатов валютной интервенции

Период	Результат		
	Положительный	Отрицательный	Нейтральный
Сверхкороткий (1–7 дней)	Достижение целевого ориентира валютным курсом и удержание его неизменным ($\pm 1\%$) в течение всего периода	Неизменность обменного курса в ходе интервенции	
Краткосрочный (до 1 месяца)	Формирование краткосрочного тренда, т. е. обменный курс находится выше или ниже (в зависимости от цели интервенции) целевого ориентира	Возвращение валютного курса к уровню, который был до интервенции	Нахождение валютного курса в коридоре цен — движение в определенном диапазоне вокруг целевого ориентира
Среднесрочный (1–6 месяцев)	Формирование среднесрочного тренда заданного направления, отправной точкой служит целевой ориентир	Формирование тренда противоположного направления	
Долгосрочный (свыше 6 месяцев)	Устойчивый долгосрочный тренд заданного направления	Формирование тренда противоположного направления	

Источник: составлено автором.

КАК ЭТО ПРОИСХОДИТ: ЯПОНСКАЯ ПРАКТИКА

В феврале 1973 г. в Японии был установлен режим плавающего валютного курса, и буквально сразу же японская экономика столкнулась с сильными колебаниями обменного курса и формированием долгосрочного возрастающего тренда иены к доллару США и европейским валютам. Для нивелирования отрицательного воздействия сильных колебаний курса на экономику Банк Японии начал проводить валютные интервенции, данные о которых систематически появлялись в средствах массовой информации.

Решение о проведении интервенций принимает Министерство финансов, а Банк Японии выступает в качестве его агента, проводя операции непосредственно на валютном рынке в соответствии с его директивой. Средства поступают со Специального счета Валютного фонда (*Foreign Exchange Fund Special Account*), находящегося в распоряжении Министерства финансов¹⁰. Согласно закону «О Банке Японии»

⁹ Edison H., Cashin P., Liang H. *Foreign Exchange Intervention and the Australian Dollar: Has it Mattered / International Monetary Fund* (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0399.pdf>).

¹⁰ *Outline of the Bank of Japan's Foreign Exchange Intervention Operations, July 2000* (<http://www.boj.or.jp>).

интервенции должны проводиться с целью сохранения стоимости иены и планироваться заранее. Нередко на рынке возникают резкие колебания валютного курса, которые могут иметь отрицательные последствия для экономики, в этом случае специальное подразделение Банка Японии в срочном порядке связывается с Министерством финансов и проводит экстренные интервенции. Валютные интервенции обычно проводятся на Токийском валютном рынке. Но значительный объем торгов по иене приходится на европейский и Нью-Йоркский валютные рынки (после закрытия Токийской биржи), в этом случае Банк Японии обращается к иностранным монетарным властям с просьбой о продолжении интервенции в пользу Банка Японии (вверенная интервенция). Если иностранному центральному банку необходимо провести ее на Токийском рынке, он обращается с аналогичной просьбой в Банк Японии (обратная вверенная интервенция).

Согласно исследованию, проведенному Р. Фатумом, за период с января 1999 г. по март 2004 г. в течение 159 дней Банк Японии осуществлял операции по покупке долларов США на общую сумму \$464 251 млрд. Самый большой объем интервенций приходился на 2003 г. — \$177 101 млрд, общая продолжительность операций Банка за этот период составила 82 дня. В течение 113 дней объем операций составлял \$1 млрд и более¹¹.

Следует отметить, что Банк Японии активно использует слухи и высказывания официальных лиц об интервенциях и их последствиях. Данные, приведенные в табл. 2, показывают, что период, в который участники были уверены в присутствии Банка на рынке, больше, чем количество дней фактических операций на рынке. Так, за рассматриваемый пятилетний период общее количество дней официальной интервенции составило 159, а слухи об этом распространялись 260 дней. За период с января 1999 г. по декабрь 2002 г. официальные операции проводились только 30 дней, а слухи циркулировали в течение 136 дней. Такая тактика позволяет значительно сократить использование валютных резервов страны.

Таблица 2

Обобщающая статистика: количество дней интервенций и дней со слухами об интервенциях

Показатель	Период			
	Январь 1999 г. – март 2004 г.	Январь 1999 г. – декабрь 2002 г.	Январь–декабрь 2003 г.	Январь–март 2004 г.
Интервенции	159	30	82	47
Слухи об интервенциях	269	136	99	34
Интервенции в дни со слухами об интервенциях	92	11	55	26
Интервенции в дни без слухов об интервенциях	67	19	27	21
Слухи об интервенциях без интервенции	177	125	44	8
Положительные высказывания	108	70	30	8
Негативные высказывания	17	17	0	0

Источник: Rasmus Fatum. *Official Japanese Intervention in the JPY/USD Exchange Rate Market: Is It Effective, and through Which Channel Does It Work?* // *Monetary and economic studies*. — 2009. — November.

¹¹ Rasmus Fatum. *Official Japanese Intervention in the JPY/USD Exchange Rate Market: Is It Effective, and through Which Channel Does It Work?* // *Monetary and economic studies*. — 2009. — November.

Для стимулирования экономики с начала 1990-х гг. Банк Японии придерживался стратегии «дешевой» иены, которая позволяла увеличивать объем экспорта и сдерживать рост импорта, что, несомненно, позитивно отражалось на сальдо торгового баланса и на валовом внутреннем продукте (ВВП) страны. Как видно из табл. 3, за последние десять лет Япония имела положительное сальдо счета текущих операций. За период с 2000 по 2007 гг. сальдо выросло на 76,39 %, достигнув в структуре ВВП в 2007 г. 4,889 % против 2,56 % в 2000 г. Эти данные свидетельствуют о значительной роли экспорта в формировании ВВП, чему не в последнюю очередь способствовало обесценение иены. За рассматриваемый период реальный валютный курс иены по отношению к доллару снизился на 14,62 %.

Начало кризиса 2008 г. ознаменовалось падением курсов практически всех мировых валют, за исключением иены, которая за период с сентября 2008 г. по сентябрь 2010 г. выросла на 22 % в реальном выражении (табл. 3).

Таблица 3

**Динамика сальдо счета текущих операции Японии и США
и валютных курсов за 2000–2010 гг.**

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Сальдо счета текущих операций (ТО), \$млрд	119 605	87 794	112 607	136 238	172 070	165 690	170 437	210 967	157 079	141 656	149 731
Сальдо счета ТО, % к ВВП	2,560	2,144	2,870	3,220	3,740	3,640	3,900	4,819	3,214	2,795	2,840
Реальный валютный курс USD/JPY	105,21	117,10	132,66	118,67	106,39	103,27	115,33	120,59	107,60	108,45	91,79

Источники: сайт Международного валютного фонда (<http://www.imf.org>), сайт Банка Японии (<http://www.boj.or.jp>).

Доля внешней торговли в структуре ВВП снизилась до минимального значения с 2002 г. Значительные убытки несут и японские производители-экспортеры. Корпорация Sony, которая получает 70 % доходов за пределами Японии, теряет около ¥7 млрд операционной прибыли ежегодно из-за удорожания иены к евро и ¥2 млрд — из-за ослабления доллара к японской валюте. За 2009 и 2010 гг. Sony закрыла 11 заводов за рубежом, сокращены 20 000 рабочих. Компания Panasonic уменьшила количество рабочих мест почти на 30 000 с июня 2009 г. по июнь 2010 г. для минимизации издержек¹². Очевидно, что для экономики Японии укрепление курса иены несет существенные проблемы, поэтому изменение текущего тренда является приоритетной целью для вывода экономики из рецессии.

ВАЛЮТНЫЕ ИНТЕРВЕНЦИИ ЯПОНИИ В 2010–2011 гг.

Современный период в использовании интервенций для корректировки валютного рынка начинается в 2010 г. Перед началом активных действий Министерство финансов Японии и центральный банк страны использовали сигнальный механизм

¹² Yasu M., Shiraki M. *Sony, Panasonic withstand strong yen with forecasts* / Информационное агентство Bloomberg (<http://www.bloomberg.com/news/2010-07-29/sony-panasonic-defy-european-crisis-stronger-yen-with-higher-forecasts.html>).

интервенций — были сделаны заявления об изменениях в экономической политике правительства, направленные на увеличение предложения иены в обращении, что должно было стать сигналом инвесторам о перспективе ее обесценения. Так, в **августе 2010 г.** Банк Японии заявил об увеличении кредитования коммерческих банков на ¥10 трлн (\$117 млрд), а также ¥30 трлн было направлено на программу доступного кредитования домашних хозяйств и сектора бизнеса. Кроме того, правительство Японии объявило о пакете стимулирующих мер на сумму ¥920 млрд¹³. Все эти меры в совокупности должны были увеличить предложение иены на рынке и создать предпосылки для снижения ее курса. Но участники рынка, к сожалению, не отреагировали на эти меры позитивно, и практически через неделю после объявления о мероприятиях курс доллара к иене достиг 15-летнего минимума, опустившись ниже отметки 83.

Все это подтолкнуло Банк Японии к более решительным мерам — валютным интервенциям. Страны Евросоюза, США, Великобритания и Швейцария были заранее уведомлены о предполагаемых действиях. По проверенной стратегии были запущены слухи об интервенциях с начала сентября 2010 г. Сама интервенция была проведена 15 сентября 2010 г. На валютные операции Банком Японии было потрачено ¥2124,9 млрд. Так как необходимо было увеличить предложение иены на рынке, центральный банк продавал национальную валюту, а покупал доллары. Квартальный отчет Министерства финансов свидетельствует о том, что валютные операции проводились только один день, но при этом слухи на валютном рынке циркулировали вплоть до конца сентября 2010 г.¹⁴

Насколько успешной была интервенция? Для ответа на этот вопрос воспользуемся критериями, представленными в табл. 1. В течение торгов 15 сентября 2010 г. курс иены менялся с 82,83 до 85,77 за один доллар США. По итогам торгов обесценение японской валюты составило 3,5 %. Целевым ориентиром интервенции можно считать уровень 85 иен за доллар. На этой отметке иена продержалась 7 дней, дальше курс валюты опять начал расти. Через месяц после интервенций он составил 81,41 (–5 % от уровня интервенции), через 6 месяцев — 80,70 (–5,9 %). Таким образом, можно сделать вывод, что в сверхкоротком периоде был достигнут положительный эффект от интервенции, но в остальных периодах результаты были отрицательными — ни краткосрочный, ни среднесрочный тренды не были сформированы.

Вторая интервенция была осуществлена Министерством финансов Японии **18 марта 2011 г.** Ее проведение было вызвано резким ростом курса иены к основным мировым валютам в связи с землетрясением 11 марта. За несколько дней, прошедших после катастрофы, курс иены к доллару вырос на 6,6 % (с 81,88 до 76,43). В течение этого периода Банк Японии активно вел с центральными банками стран G7 консультации, в ходе которых были достигнуты соглашения о коллективной интервенции. Точные объемы, механизм и количество дней операций на валютных рынках неизвестны, на сайте Министерства финансов пока представлена общая информация о валютных сделках на сумму ¥692,5 млрд за указанный период¹⁵.

¹³ *Japan central bank acts strong yen / BBC news* (<http://www.bbc.co.uk/news/world-asia-pacific-11127927>).

¹⁴ Сайт Министерства финансов Японии (http://www.mof.go.jp/english/international_policy/reference/feio/quarter/e2207_09.htm).

¹⁵ Там же (http://www.mof.go.jp/english/international_policy/reference/feio/quarter/e2207_03.htm).

Оценим результаты этой интервенции. В ходе торгов 18 марта 2011 г. курс иены упал на 3,9 % — с 78,90 до 81,99, на этом уровне он продержался 7 дней. Через месяц курс иены к американской валюте составил 83,26 (+2,4 % к уровню интервенции), через 4 месяца — 79,06 (–3,5 %). Целевым ориентиром интервенции можно считать курс доллара к иене на уровне 80 и выше. Он был достигнут и преодолен. Выше отметки 81 иена за доллар курс был 64 дня. Можно констатировать, что эта валютная интервенция была результативна в сверхкоротком и краткосрочном периодах, на остальных временных интервалах результат отрицательный.

Третья интервенция была проведена **4 августа 2011 г.** О ее результате можно судить только в сверхкоротком периоде, и он, к сожалению, отрицательный. Целевым ориентиром был курс выше 80 иен за доллар. В ходе торговой сессии курс преодолевал эту отметку, но закрепиться там не смог и остановился на уровне 79,06. Уже на следующий день (5 августа 2011 г.) торги завершились на отметке 78,47, и в дальнейшем иена продолжила укрепляться к доллару.

НЕУДАЧНЫЕ ИНТЕРВЕНЦИИ: В ЧЕМ ПРИЧИНЫ?

Почему интервенции японского правительства заканчиваются неудачно, и почему оно проводит их с завидным упорством? Попытаемся определить причины этого явления.

Фундаментальная причина

Японская экономика относится к категории больших экономик со значительными денежными и финансовыми потоками. Ограничения на перемещение капитала между резидентами и нерезидентами отсутствуют. На мировом валютном рынке примерно 19 % сделок совершается в японской иене, и если учесть, что среднедневной оборот рынка — около \$4 трлн¹⁶, то в абсолютном выражении сумма операций получается очень внушительной. Для того чтобы изменить тренд, ежедневный объем интервенций должен быть не менее ¥24 трлн, а это абсолютно нереально. Если продавать иену в объемах, способных переломить тренд, то необходимо просто печатать деньги, а это чревато проблемами более существенными, чем «дорогая» национальная валюта. Очевидно, что объемы интервенций, проводимых Японией, несущественны для мирового валютного рынка. Когда правительство Японии решает дилемму внешнего или внутреннего равновесия, то его выбор очевиден — в пользу внутренней стабильности.

Инвестиционная причина

В условиях экономической нестабильности существует высокий спрос на иену и японские государственные долговые бумаги со стороны нерезидентов. Это связано с тем, что активы, номинированные в иене, на мировом финансовом рынке воспринимаются как «защитные» наряду с драгоценными металлами. Как только доллар и евро начинают обесцениваться, инвесторы резко увеличивают спрос на «защитные» активы. Если в отношении драгоценных металлов такая политика инвесторов совершенно понятна, то в отношении японской валюты — абсолютно нет. С точки зрения фундаментальных показателей состояние японской экономики нельзя оценивать как лучшее по сравнению с США и странами еврозоны (табл. 4).

¹⁶ *Triennial Central Bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2010 / Bank for International Settlements (BIS) (<http://www.bis.org/publ/rpfx10.htm>).*

Динамика экономических показателей некоторых стран

Год	Темпы изменения ВВП, %			Чистый государственный долг, % к ВВП			Сальдо внешнеторгового баланса, \$млрд		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
США	-4,889	-2,932	-3,292	48,404	59,854	64,824	-668,85	-378,43	-470,24
Япония	-1,165	-6,285	3,938	96,504	110,044	117,466	157,079	141,751	194,754
Страны еврозоны									
Германия	0,703	-4,669	3,504	49,693	55,914	53,818	245,722	166,968	176,084
Греция	1,023	-2,045	-4,535	110,332	126,813	142,024	-51,212	-35,961	-31,909
Италия	-1,323	-5,217	1,296	89,164	97,099	99,561	-67,700	-44,117	-71,986
Испания	0,864	-3,722	-0,147	30,423	41,829	48,752	-155,96	-81,19	-63,25

Источник: сайт Международного валютного фонда (<http://www.imf.org>).

Как видно из табл. 4, максимальное падение ВВП Японии (-6,3 %), приходится на 2009 г. По сравнению с другими странами оно было самым сильным, но именно в этот год иена укрепилась к доллару на 5 %. Если сравнивать такой показатель, как отношение чистого государственного долга (ЧГД) к ВВП, то у Японии он самый высокий за рассматриваемые периоды и превышает ВВП страны. Это означает, что денежных потоков, генерируемых при создании ВВП всеми секторами экономики, не хватает, чтобы покрыть весь государственный долг. Тем не менее инвесторов это состояние дел абсолютно не беспокоит. Для сравнения: у Греции, одной из стран Евросоюза, ЧГД также превосходит ВВП, и этот факт не остался незамеченным инвесторами. Локальные финансовые кризисы весны 2009 г. и 2010 г., в ходе которых резко упали биржевые индексы по всему миру и обесценился евро, были связаны именно с проблемами обслуживания государственных долгов Греции. Эксперты обеспокоены состоянием ЧГД в таких странах еврозоны, как Италия и Испания, — 97 % и 42 % соответственно — хотя их показатели намного лучше, чем у Японии.

Как можно объяснить такую парадоксальную ситуацию: инвесторы игнорируют фундаментальные показатели состояния экономики Японии, низкий суверенный кредитный рейтинг¹⁷ и вкладывают деньги в ее активы? С позиции теории портфельного инвестирования объяснить такой подход к покупке активов очень сложно. Действия трейдеров можно рассмотреть с позиции «инвестиционной иллюзии». В условиях мировой экономической нестабильности риски инвестирования в любые ценные бумаги становятся очень высокими, поэтому портфельным инвесторам сложно найти объекты для вложения денег. Именно в этом случае возникает «инвестиционная иллюзия» — из всех плохих активов выбирают «не очень плохой», причем эта оценка является не объективной, а субъективной. На финансовом рынке действует принцип толпы, поэтому, когда крупные инвесторы делают выбор в пользу японской иены, остальные трейдеры следуют за ними. Можно предположить, что в качестве защиты от сильных потрясений

¹⁷ Только в 2011 г. агентство S&P дважды понизило суверенный кредитный рейтинг Японии. В январе с AA до AA- был снижен общий рейтинг страны, а в апреле с AA- до A1+ — краткосрочный. Аналогичным образом поступило и агентство Mood's, переведя рейтинг страны в феврале 2011 г. в разряде Aa2- из категории «стабильный» в «негативный».

на финансовом рынке Японии инвесторы рассматривают большие золотовалютные резервы страны (на июнь 2011 г. они составляли \$1 137 809 млн, из них валютная компонента — \$1 048 622 млн)¹⁸, а также увеличивающееся несмотря на кризис положительное сальдо торгового баланса.

Спекулятивная причина

Она объясняет высокий спрос на японскую иену и безрезультативность интервенций и состоит в активном использовании инвесторами после кризиса 2008 г. спекулятивной стратегии carry-trade. Суть этой стратегии в том, что в какой-либо стране с низкой процентной ставкой берут в кредит деньги, покупают на них актив в иностранной валюте, которая будет дорожать, через определенное время актив продают, меняют иностранную валюту на национальную, получают доход и возвращают кредит. Доход спекулянтов состоит из двух компонентов: доход от иностранного актива в виде процентной ставки и курсовая разница. Именно второй компонент является наиболее существенным и приносит спекулянтам большие доходы.

После кризиса 2008 г. ФРС США снизила процентную ставку до 0,25 %, кроме этого был проведен выкуп государственных облигаций для увеличения количества денег в финансовой системе. Предполагалось, что банки будут активно кредитовать домашние хозяйства и сектор бизнеса, тем самым стимулируя выход экономики США из кризиса. К сожалению, реальный сектор экономики никак не отреагировал на низкие процентные ставки. У банков и инвестиционных компаний образовалась избыточная ликвидность, которую нужно было вложить в какие-нибудь краткосрочные активы, пока действуют количественные смягчения в монетарной политике ФРС. Например, покупая японскую иену в 2009 г., можно было заработать на изменениях курсов до 6 % в годовом выражении, а в 2010 г. — до 12 %. Это очень высокая доходность по сравнению с традиционными инструментами сбережений — банковскими депозитами и государственными облигациями. Конечно, высокая доходность от вложения в иностранный актив всегда связана с высоким риском, т. к. изменение тренда валютного курса на противоположный может оставить инвестора с большими убытками. Но особенность валютных операций с японской иеной в том, что игроки на рынке твердо уверены в сохранении растущего тренда в течение долгого времени благодаря ранее перечисленным причинам, кроме того, своими активными покупками трейдеры усиливают растущий тренд.

Таким образом, все рассмотренные причины — фундаментальная, инвестиционная, спекулятивная — в своей совокупности не позволяют Министерству финансов Японии с помощью интервенций переломить ситуацию на валютном рынке. Япония, как практически все развитые страны, с началом кризиса в 2008 г. для стабилизации положения в экономике использовала меры монетарного характера. По сути дела, реализовывался принцип древних лекарей «подобное надо лечить подобным»: если проблемы возникли в финансовом секторе, то следует использовать инструменты денежно-кредитной политики и увеличить ликвидность на рынке. Первая и третья валютные интервенции Банка Японии сопровождались еще большим смягчением условий текущей монетарной политики, но и эти меры ожидаемых результатов не принесли.

¹⁸ Сайт Банка Японии (<http://www.boj.or.jp>).

В настоящее время Япония испытывает острую необходимость остановить поток краткосрочного спекулятивного капитала на свои финансовые рынки. Практика показала, что ни монетарные меры, ни валютные интервенции в настоящее время не эффективны, следовательно, необходимо активно вводить в действие методы либо валютной, либо фискальной политики. К сожалению, ввести в Японии валютные ограничения на перемещение капитала не представляется возможным. В сложившихся условиях наиболее эффективным будет введение налога на валютные операции нерезидентов, причем этот налог должен быть высоким, чтобы сделать невыгодной спекулятивную стратегию carry-trade. Тогда краткосрочные инвесторы будут искать другие рынки для вложения капитала, и спрос на иену снизится, а валютный курс придет в соответствие с фундаментальными показателями экономики.

Библиография

1. Моисеев, С. Политика валютных интервенций центральных банков: сущность, теневые механизмы и эффективность операций Банка России // Финансы и кредит. — 2002. — № 11. — С. 46–53.
2. Моисеев, С., Пантина, И. Валютные интервенции центрального банка (анализ операций Банка России) // Банки и деловой мир. — 2009. — Март. — С. 45–47.
3. Fatum, R. Official Japanese Intervention in the JPY/USD Exchange Rate Market: Is It Effective, and through Which Channel Does It Work? // Monetary and economic studies. — 2009. — November.
4. Edison, H., Cashin, P., Liang, H. Foreign Exchange Intervention and the Australian Dollar: Has it Mattered [Электронный ресурс] / International Monetary Fund. — Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0399.pdf>.
5. Yasu, M., Shiraki, M. Sony, Panasonic withstand strong yen with forecasts [Электронный ресурс] / Информационное агентство Bloomberg. — Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/2010-07-29/sony-panasonic-defy-european-crisis-stronger-yen-with-higher-forecasts.html>.
6. Monthly Finance Review. September 2010 [Электронный ресурс] / Сайт Министерства финансов Японии. — Режим доступа: <http://www.mof.go.jp>.
7. Outline of the Bank of Japan's Foreign Exchange Intervention Operations, July 2000 [Электронный ресурс] / Сайт Банка Японии. — Режим доступа: <http://www.boj.or.jp>.
8. Japan central bank acts strong yen [Электронный ресурс] / BBC news. — Режим доступа: <http://www.bbc.co.uk/news/world-asia-pacific-11127927>.
9. Triennial Central Bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2010 [Электронный ресурс] / Bank for International Settlements (BIS). — Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/rpfx10.htm>.
10. Сайт Международного валютного фонда [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.imf.org>.
11. Сайт Банка Японии [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.boj.or.jp>.
12. Сайт Министерства финансов Японии [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.mof.go.jp>.
13. Moody's: Банк Японии своими интервенциями делает только хуже [Электронный ресурс] / Информационное агентство «РосБизнесКонсалтинг». — Режим доступа: <http://top.rbc.ru/economics/08/08/2011/609320.shtml>.