

DOI: 10.26653/2076-4650-2018-1-2-03

ЛОВУШКА ДЛЯ ЕВРО И СТРАТЕГИЯ РОССИИ В УСЛОВИЯХ ВАЛЮТНЫХ ВОЙН

Чирков М.А.*¹

кандидат экономических наук, доцент

Володин А.А.¹

¹ МГУ имени М.В. Ломоносова
(119991, ГСП-1, г. Москва, Ленинские горы, 1)

* mospil@mail.ru

В статье проанализирована взаимосвязь между кросс-курсом валютной пары евро-доллар и соотношением балансов центральных банков соответствующих стран, США и зоны евро, на базе исторических данных за все время существования данной валютной пары, с января 1999 года. Приведен ретроспективный анализ динамики соотношений балансов Федеральной резервной системы и Европейского центрального банка и объяснены основные ключевые исторические моменты разворота тренда валютной пары евро-доллар. Определена закономерность, позволяющая делать прогнозы о поведении данной валютной пары в будущем. Сформулирован метод прогнозирования кросс-курса евро-доллар на среднесрочный период. Предложены два сценария развития ситуации с данной валютной парой на ближайшие три года и даны практические рекомендации по управлению золотовалютными резервами страны на основании данного прогнозирования. При любом из описанных в данной статье сценариев произойдет удар по крупнейшему для России экспортному рынку Европы. Причина будет заключаться в том, что ее сосед и крупнейший торговый партнер потеряет возможность стимулировать экономическую деятельность с помощью денежной эмиссии. Также возможно оценить курс евро к доллару на прогнозном интервале нескольких лет в случае реализации любого предложенного сценария.

Ключевые слова: агрессивная девальвация, высокий уровень госдолга, соотношение балансов центральных банков, метод прогнозирования, кросс-курс, практические рекомендации.

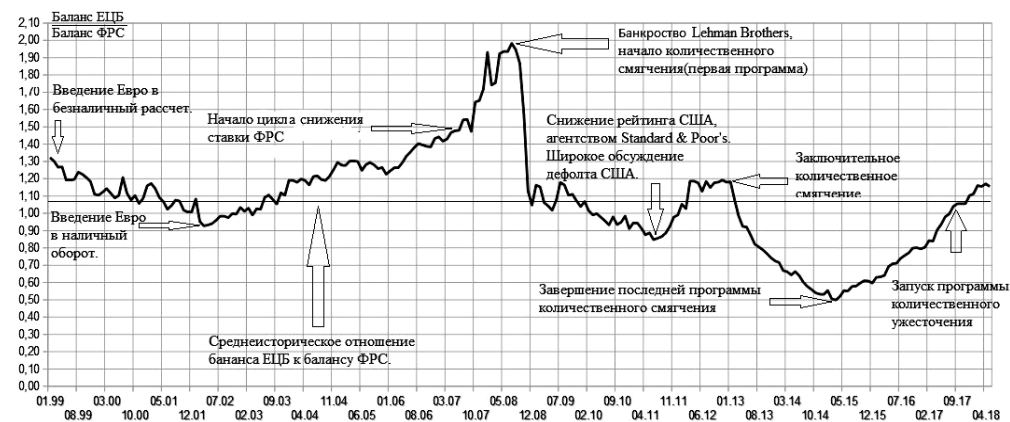
© Чирков М.А., Володин А.А. [текст], 2018.

1 июня 1998 года был создан ЕЦБ (Европейский Центральный Банк), чуть позже — 1 января 1999 года был запущен в оборот безналичный евро. С тех пор имеется обширная статистика по кросс-курсам евро и балансу ЕЦБ. Исходя из базовых предпосылок макроэкономической теории, можно было бы предположить, что кросс-курсы находятся в тесной зависимости от изменений денежной базы M2 в США и Европе. Однако при ближайшем рассмотрении и анализе ежемесячной статистики ФРС (Федеральной Резервной Системы) и ЕЦБ оказалось, что в гораздо большей степени играет роль соотношение балансов мегарегуляторов.

Мы исследовали, влияет ли соотношение балансов ЕЦБ [1] и ФРС [2] на его кросс-курс Евро к доллару США. Балансы брались на начало каждого месяца, по каждому центральному банку отдельно, всего

466 отчетов (233 ЕЦБ и столько же ФРС). Кросс-курс евро-доллара брался на начало месяца, что может давать погрешность в несколько дней, так как отчет Европейского Центрального Банка за начало месяца не всегда совпадает с первым числом месяца. Внимательный читатель мог бы нас поправить и пересчитать данные более строго, с учетом этого обстоятельства (впрочем, на почти 20-летний ряд данных это значимого влияния не оказывает).

Рис 1. иллюстрирует отношение баланса ЕЦБ, пересчитанный с учетом актуального на тот момент кросс-курса евро-доллара к балансу ФРС. Баланс ФРС был пересчитан с учетом актуальной в тот или иной исторический момент рыночной стоимости золота для унификации с данными ЕЦБ. В своих отчетах ФРС учитывает золото по цене 42,22 долл. США за тройскую унцию.



Источник: рассчитано авторами по [1; 2].

Рис. 1. Соотношение балансов ЕЦБ и ФРС

Fig. 1. The ratio of the balance sheets of the ECB and the FRS

Возможна следующая интерпретация представленного графика.

1. В январе 1999 г. соотношение баланса ЕЦБ к балансу ФРС составляло 1.32. Евро был введен в безналичный оборот и первые 3 года его курс оставался одинаковым. По всей видимости, экономические агенты в это время испытывали некоторые опасения по поводу дальнейшей судьбы валюты, и мы видим на графике снижение соотношения балансов до отметки 0.93 в марте 2002 года.

2. В январе 2002 г. (спустя 3 года) евро был введен в наличный оборот, и через два месяца соотношение балансов развернулось в сторону роста и уже к марту 2005 г. практически восстановило свои потери, вернувшись к близкой к стартовой отметке — 1.3.

3. Далее до мая 2006 г. мы наблюдаем стабильность в соотношении балансов. По всей видимости, оно в тот период находилось вблизи фундаментально обоснованного уровня — того, с которого и был осуществлен старт евро в 1999 году.

4. На следующем этапе — с мая 2006 г. по август 2007 г. — наблюдается вялотекущий, но заметный рост соотношения балансов: с отметки 1.3 до отметки 1.54. На этом этапе становится понятно, что в США начинаются проблемы с ипотечными облигациями, но еще не понятен масштаб проблем.

5. С августа 2007 г. по июль 2008 г. наблюдается взлет отношений балансов до отметки 1.98 (около 2). На этом этапе ситуация в США развивается стремительно, банкро-

тятся крупный банки, такие как Lehman Brothers или Bear Sterns, «встает» рынок недвижимости, взлетают доходности по ипотечным облигациям. В промежутке между июлем и августом 2008 г. многие рынки официально переходят в «медвежью» зону (согласно общепринятому определению, медвежий рынок наступает при проседании актива на 20% или более от максимумов). В этот момент рыночным участникам становится понятно, что кризис обретает мировые черты, а не только внутриамериканские. Так же в тот момент ЕЦБ неожиданно поднимает ставку 9 июля 2008 г. на 0,25% до отметки 5,25%, при том что в США к тому времени ФРС уже успело снизить ставку с 5,25% в 2006 г. до 2% в июле 2008 г. и давало понять, что ставка и дальше будет снижаться. Это решение ЕЦБ совпало по времени с началом ослабления евро к доллару и разрастания географии острой фазы кризиса на Европу.

6. С июля 2008 г. соотношение баланса ЕЦБ к балансу ФРС развернулось и начало снижаться. Причиной тут послужило июльское решение ЕЦБ, за которым последовало ослабление евро и как следствие сокращение активов ЕЦБ в долларовом эквиваленте. Чуть позже — в сентябре 2008 г. ФРС начала первую и беспрецедентную до этого программу количественного смягчения, которая была призвана успокоить рынки и спасти банки в критический момент. Эта программа привела к тому, что рынки успокоились за судьбу американской финансовой

системы, и мы видим на графике (рис. 1), как соотношение балансов за очень короткое время вернулось «в зону комфорта» — 1.1 и далее медленно «просело» к уровням около 0.85 к июню 2011 года. К этому времени внимание участников рынка в контексте увеличения рисков переключилось на Европу.

7. Но уже летом 2011 г. мы видим разворот соотношений балансов в сторону роста с отметки 0.85. Причина этого заключалась в конфликте Сената с Президентом США Бараком Обамой, в результате чего не утверждалось повышение потолка госдолга и возник существенный риск дефолта по федеральным обязательствам США. Ситуация была настолько серьезной, что даже рейтинговое агентство Standard&Poor's снизило на одну ступень (с наивысшей) рейтинг США. ЕЦБ в этот момент пользуется возможностью и начинает свое количественное смягчение, попутно успокаивая рынки, чуть позже к декабрю к ЕЦБ присоединяется ФРС, на небольших объемах, и соотношение балансов устанавливается около отметки 1.2, где и остается в сравнительно стабильном состоянии до начала 2013 года.

8. В январе 2013 года ФРС запускает свою заключительную программу количественного смягчения в результате которой баланс ФРС взлетает в 1.5 раза или на 1.5 трлн. долл. США менее чем за 2 года. Эта программа сопровождалась беспрецедентным снижением соотношений балансов ЕЦБ к ФРС, с 1.2 до 0.5.

9. В марте 2015 г., или через 2 месяца после завершения послед-

него этапа программы количественного смягчения ФРС соотношение балансов разворачивается в сторону роста с отметки 0.5 до 1.17 в апреле 2018 г., что по времени совпадает с увеличением баланса ЕЦБ более чем в 2 раза — с 2,2 до 4,5 трлн. евро. В настоящий момент имеются некоторые признаки разворота соотношений балансов.

Исходя из вышесказанного, можно сделать вывод, что есть некоторый стабильный уровень соотношений балансов, обусловленный соотношением экономик, скоростью обращения денег и некоторыми иными факторами, от которого по тем или иным причинам происходят отклонения в различные стороны в зависимости от того, за какую валюту экономические агенты больше переживают в тот или иной момент времени. Нейтральным предлагаем считать средне-исторический уровень соотношений балансов, равный на текущий момент 1.0765. Стандартное отклонение данного временного ряда составляет 0.2927. Исходя из этого, можно оценить нейтральную котировку евро на основе соотношений балансов в тот или иной момент времени. На текущий момент (апрель 2018 года) нейтральная котировка, исходя из актуальных балансов ЕЦБ и ФРС, составляет 1,12 евро за долл. США.

Также можно оценить, в случае того либо иного сценария, курс евро к долл. США на интервале нескольких лет. В критической ситуации — когда участники рынка считали ситуацию в США крайне серьезной — соотношение балансов составляло

нейтральное значение плюс 3 стандартных отклонения — это было пиковое значение, в ситуации обратной, когда тревога была за евро максимальной, — 2 стандартных отклонения в другую сторону. ЕЦБ и ФРС на текущий момент дали рынкам четко понять, каковы их планы на ближайшее будущее относительно балансов.

ЕЦБ планирует до конца сентября 2018 года расширять свой баланс как минимум со скоростью 30 млрд. евро в месяц, причем в первых числах мая текущего года было заявлено, что вероятно и дальше программа количественного смягчения будет продолжена. Причина тут кроется в огромном госдолге некоторых европейских стран, в первую очередь, Греции, во вторую — Италия и Португалии. В Греции, к примеру, госдолг на текущий момент около 180% ВВП, и несмотря на программу выкупа ЕЦБ гособлигаций и околонулевую процентную ставку доходность по 10-леткам превышает 4% годовых.

В связи с этим Мы предлагаем несколько сценариев дальнейшего развития событий.

Сценарий А

1. *ЕЦБ продолжает свою программу расширения баланса на 30 млрд. евро в месяц до октября 2018 года, а далее перестанет выкупать гособлигации зоны евро. Это текущий озвученный план ЕЦБ — основной.*

2. *ФРС продолжает сокращать баланс согласно заявленному плану*

со скоростью в 30 млрд. долл. США в месяц во II квартале 2018 г., 40 млрд. долл. США в месяц с III квартала 2018 г. и по 50 млрд. долл. США в месяц, начиная с IV квартала 2018 г., и далее до конца 2021 года. Также ФРС продолжает повышать процентную ставку со скоростью 3-4 повышения в год по 0,25% с текущей отметки 1.75% годовых до 3,5% к середине 2020 года.

Для этого мы провели расчеты, каким должен быть курс евро на заданную дату в случае средне-исторического баланса центральных банков на отметке 1.0765. Также нами был рассчитан умеренно-негативный для евро сценарий, равный соотношению балансов ЕЦБ и ФРС 0.7838, получаемый как средне-историческое значение соотношений балансов 1.0765 минус стандартное отклонение 0.2927, и умеренно-позитивный сценарий — соотношение балансов 1.3693 (среднеисторическое значение соотношений балансов плюс стандартное отклонение). Результаты расчетов представлены в табл. 1.

Мы предполагаем, что в случае реализации сценария А участники рынка скорее больше будут переживать за евро, чем за долл. США. Многим известно о весьма большом госдолге США: как в процентном соотношении к ВВП на уровне более 106%, так и абсолютном — более 21 трлн. долл. США, и это действительно так. Верно и то, что при сокращении баланса ФРС и перманентном поднятии ставок будут расти доходности по американским гособлигациям (Treasuries), что нало-

жит еще большее бремя на бюджет и ускорит рост госдолга, но при реализации данного сценария ЕЦБ перестанет выкупать гособлигации европейских стран, а такие страны как Италия, Португалия или Греция имеют куда более высокое соотношение госдолга к ВВП. Соответственно, в этом случае можно ожидать резкий рост процентной ставки по облигациям этих стран и куда более скорый выход их на состояние дефолта, нежели США. К примеру доходность по греческим 10-летним облигациям сегодня составляет более 4% (рис. 2), что намного выше, чем в США. И это при том, что в Европе в настоящее время действует программа выкупа гособлигаций, а в США — нет. В случае отмены программы выкупа гособлигаций в Ев-

ропе можно ожидать выход доходностей по греческим облигациям на наблюдаемые еще недавно (в 2012 году) уровни — выше 30% годовых (рис. 2).

Далее проблема в Греции в случае реализации данного сценария потянет за собой опасения относительно других стран с высоким уровнем госдолга — Италии и Португалии, где уровень долга составляет порядка 130% ВВП.

Иными словами, план А, озвученный центральными банками Европы и ФРС США, подразумевает развитие опасений за евро у рыночных агентов, и, как следствие, достаточно скорую девальвацию евро по умеренно-депрессивному для евро сценарию в область 0.44 евро за 1 долл. США (табл.1).

Таблица 1

Результаты расчета сценария А

Table 1

Results of scenario A calculation

Дата	Баланс ЕЦБ, трлн. евро	Баланс ФРС, трлн. долл. США	Равновесный курс евро/доллар	Умеренно депрессивный курс евро	Умеренно позитивный курс евро
01.07.18	4.614	4.68	1.09	0.79	1.39
01.01.19	4.704	4.41	1.01	0.74	1.29
01.07.19	4.704	4.11	0.95	0.69	1.20
01.01.20	4.704	3.81	0.88	0.64	1.12
01.07.20	4.704	3.51	0.81	0.59	1.03
01.01.21	4.704	3.21	0.74	0.54	0.94
01.07.21	4.704	2.91	0.67	0.49	0.85
01.01.22	4.704	2.61	0.60	0.44	0.76

Источник: рассчитано авторами по [1; 2].



Источник: рассчитано авторами по [1; 2].

Рис. 2. Доходность десятилетних греческих облигаций

Fig. 2. Ten-year Greek bond yields

Сценарий Б

1. ЕЦБ не заканчивает программу выкупа гособлигаций с октября 2018 г., а продляет ее на неопределенный срок.

2. Этот пункт идентичен тому, что был в сценарии А. ФРС продолжает сокращать баланс согласно заявленному плану со скоростью в 30 млрд. долл. США в месяц во II квартале 2018 г., 40 млрд. долл.

США в месяц с III квартала 2018 г и по 50 млрд. долл. США в месяц, начиная с IV квартала 2018 г., и далее до конца 2021 года. Также ФРС продолжает увеличивать процентную ставку со скоростью повышения по 0,25% 3-4 раза в год с текущей отметки 1,75% годовых до 3,5% к середине 2020 года.

Результаты расчетов для этого сценария представлены в табл. 2.

Таблица 2

Результаты расчета сценария Б

Table 2

Results of scenario B calculation

Дата	Баланс ЕЦБ, трлн. евро	Баланс ФРС, трлн. долл. США	Равновесный курс евро/доллар	Умеренно — депрессивный курс евро	Умеренно — позитивный курс евро
01.07.18	4.614	4.68	1.09	0.79	1.39
01.01.19	4.794	4.41	0.99	0.72	1.26
01.07.19	4.974	4.11	0.89	0.65	1.13
01.01.20	5.154	3.81	0.80	0.58	1.01
01.07.20	5.334	3.51	0.71	0.52	0.90
01.01.21	5.514	3.21	0.63	0.46	0.80
01.07.21	5.694	2.91	0.55	0.40	0.70
01.01.22	5.874	2.61	0.48	0.35	0.61

Источник: рассчитано авторами по [1; 2].

В случае реализации данного сценария, по всей видимости, отпадают риски греческого, португальского и итальянского долгов, а участники рынка будут либо нейтрально смотреть на евро, либо с некоторым позитивом, но и в этом случае даже умеренно-позитивный сценарий для евро подразумевает курс 0.61 к концу 2021 г., т.е. достаточно существенную девальвацию европейской валюты в среднесрочном периоде. Кроме того, в этом сценарии не исключено развитие керри-трейда из евро в доллар США по причине существенной разницы процентных ставок и доступности финансирования в евро для этой операции.

Можно было бы предположить, что США не справится с высокой процентной ставкой и в какой-то момент ФРС будет вынужден ее снижать, но тут важную роль играет время.

Для того чтобы процентная нагрузка выросла, долги надо рефинансировать, но США имеют достаточно глубокую дюрацию по своим долговым обязательствам — до 30 лет, а это значит, что процентная нагрузка на бюджет будет расти весьма плавно даже при резком росте актуальной процентной ставки. Кроме того, надо иметь в виду, что госдолг амортизируется инфляцией и ростом ВВП.

2% инфляции дает амортизацию 400 млрд. долл. США госдолга в год, рост ВВП еще на 2% дает дополнительные 400 млрд. долл. США амортизации, т.е. при формальном быстром росте госдолга процентная нагрузка и сам госдолг в метрике

процента ВВП может расти незначительными темпами.

Исходя из вышеизложенного, можно сделать следующие выводы.

1. Вольно или невольно Европа угодила в девальвационный капкан.

2. По всей видимости, в случае реализации девальвационного сценария в Европе (а он нам представляется единственно возможным) США в лице президента или какого-то другого официального лица начнут оказывать существенное давление на Европу с целью остановить девальвацию. Решения, которые могут предлагаться европейцам — это, например, остановка эмиссии евро, и это приведет к реализации сценария А. В этом случае практически мгновенно возникнут проблемы в Греции и некоторых других европейских странах. Рецепт у МВФ на это уже имеется — его выписывали той же Греции — это сокращение государственных расходов и увеличение фискальной нагрузки. К чему это приводит, также известно — к катастрофическому падению уровня жизни и ВВП. К сожалению, Европа часто делает ошибки, выгодные США, под влиянием их авторитета. Одна из наиболее ярких, описанная нами, — неожиданное поднятие ставки с и до этого высокого уровня (5%) до отметки 5,25% в июле 2008 года и последовавшее за этим перетекание кризиса в острой фазе на Европу.

3. Выполнение вышеперечисленного ударит по крупнейшему для России экспортному рынку. Причина тут будет заключаться в том, что ее сосед и крупнейший торговый партнер обеднели.

Что в связи с вышеперечисленным представляется возможным сделать России?

1. Руководство страны уже сейчас проводит превентивную и агрессивную девальвацию рубля, выкупая по 4 млрд. долл. США в месяц на бирже ММВБ за счет привлекаемых рублевых займов ОФЗ [3]. Это, во-первых, укрепляет бюджет, во-вторых, поправляет счет текущих операций, а в-третьих, дает запас прочности рублю, бюджету и экономике на случай описанного выше сценария.

2. Смещение акцентов в золотовалютных резервах на долл. США и прочие валюты — это монетарные власти страны также агрессивно притворяют в жизнь. Отчет ЦБ за 2017 год [4. С. 112] показывает, что в 2017 году Россия сократила долю евро в своих золотовалютных резервах с 32,2 до 21,7%, при этом подняв долю долл. США с 40,4 до 45,8%.

3. Дифференцировать нормативы обязательных резервов по валютам, радикально подняв их по евро. Этого в настоящее время не наблюдается. Цель — побудить российских экономических агентов сместить акцент в своих сбережениях с евро на доллар.

4. Через экономических агентов, подконтрольных государству, например, ВЭБ или Россельхозбанк, приобрести пут-опционы на евро в далеких страйках и дюрацией несколько лет. На сегодняшний день у нас нет информации о том, что происходит, возможно государство преуспело и на этой ниве.

Реализация этих пунктов в критический момент, во-первых, позволит России относительно легко пережить потрясения, а во-вторых, протянуть руку помощи Европе и использовать это как аргумент (или новый вид «мягкой силы») в условиях геополитического противостояния со странами Запада.

Литература и Интернет источники / References and Internet sources

Internet sources

1. <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2018/html/index.en.html>
2. <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>
3. https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/
4. http://cbr.ru/publ/God/ar_2017.pdf

References

5. Arghyrou M.G., & Tsoukalas J.D. (2011). The Greek debt crisis: Likely causes, mechanics and outcomes. *The World Economy*, 34(2): 173-191.
6. Acharya V.V., & Steffen S. (2015). The "greatest" carry trade ever? Understanding eurozone bank risks. *Journal of Financial Economics*, 115(2): 215-236.
7. Boeckx J., Dossche M., & Peersman G. (2014). *Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies*.
8. Castrén O., & Kavonius I.K. (2009). *Balance sheet interlinkages and macro-financial risk analysis in the euro area*.
9. Curdia V., & Woodford M. (2011). The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1): 54-79.
10. De Grauwe P. (2010). *The financial crisis and the future of the Eurozone* (No. 21). European Economic Studies Department, College of Europe.
11. Lane P.R. (2012). The European sovereign debt crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 26(3): 49-68.

Для цитирования:

Чирков М.А., Володин А.А. Ловушка для евро и стратегия России в условиях валютных войн // Научное обозрение. Серия 1. Экономика и право. — 2018. — № 1-2. — С. 31-42. DOI: 10.26653/2076-4650-2018-1-2-03.

Сведения об авторах:

Чирков Максим Андреевич, кандидат экономических наук, доцент, кафедра политической экономики экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия.

Контактная информация: e-mail: mospil@mail.ru

Володин Александр Александрович, выпускник кафедры математики физического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия. Контактная информация: e-mail: mospil@mail.ru

DOI: 10.26653/2076-4650-2018-1-2-03

**TRAP FOR THE EURO AND RUSSIA'S STRATEGY IN
THE CONTEXT OF CURRENCY WARS**

Maksim A. Chirkov *,¹

Cand. Sc. (Econ.), Associate Professor

Alexander A. Volodin ¹

¹ Lomonosov Moscow State University

(1 Leninskiye Gory, Moscow, Russian Federation, GSP-1, 119991)

* mospil@mail.ru

Abstract. The article analyzes the relationship between the cross-exchange rate of the Euro-dollar currency pair and the balance ratio of the Central banks of the respective countries, the US and the Euro zone, on the basis of historical data for the entire existence of this currency pair, since January 1999. The article presents a retrospective analysis of the dynamics of the balance sheets of the Federal reserve system and the European Central Bank and explains the main historical moments of the trend reversal of the Euro-dollar currency pair. A pattern is revealed that allows to make predictions about the behavior of this currency pair in the future. The method of forecasting the Euro-dollar cross-rate for the medium term is formulated. Two scenarios for the development of the situation with this currency pair for the next 3 years are proposed and practical recommendations for the management of the country's gold and foreign exchange reserves on the basis of this forecast are given. In any of the scenarios described in this article, there will be a negative impact to the largest export market for Russia in Europe. The reason would be that it's neighbor and largest trade partner would lose the ability to stimulate economic activity with monetary emission. It is also possible to estimate the Euro-dollar exchange rate over the forecast period of several years in case of implementation of any proposed scenario.

Keywords: aggressive devaluation, high level of public debt, balance ratio of the Central banks, method of forecasting, cross-exchange rate, practical recommendations.

For citation:

Chirkov M.A., Volodin A.A. Trap for the Euro and Russia's Strategy in the Context of Currency Wars. *Nauchnoe obozrenie. Seriya 1. Jekonomika i parvo* [Scientific Review. Series 1. Economics and Law]. 2018. No. 1-2. P. 31-42. DOI: 10.26653/2076-4650-2017-1-2-03. (in Russ.)

Information about the author(s):

Chirkov Maksim Andreevich, Cand. Sc. (Econ.), Associate Professor, Department of Political Economy, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University. Moscow, Russia.

Contact information: e-mail: mospil@mail.ru

Volodin Alexander Aleksandrovich, Department of Mathematics, Faculty of Physics, Lomonosov Moscow State University. Moscow, Russia. Contact information: e-mail: mospil@mail.ru