**Международная**

**экономика**

Европа в фокусе Барбара Ингам

9

Международный валютный рынок



Кроме тех случаев, когда международная торговля осуществляется посредством бартера, (не часто встречающееся явление в современном мире), внешнеторговые сделки предполагают операции с денежными средствами и перевод одной валюты в другую. Исключением, как известно, является торговля с использованием единой валюты в рамках валютного союза, но это будет обсуждаться в Главе 12. Валютные рынки — это рынки, на которых продаются и покупаются национальные валюты. Эти рынки могут оказывать сильное влияние на международную торговлю и инвестиции.

По существу, проведение операций на валютном рынке не представляет сложности: это вопрос спроса и предложения. Валютный курс — это, попросту, равновесная цена одной денежной единицы, выраженная в единицах другой. Но, на практике, валютные рынки отнюдь не просты. Чарльз Киндлбергер писал в 1970-х, что:

изучение международных финансов подобно путешествию на другую планету, в чужие края, далёкие от экономики, субъектом которой являются домашние хозяйства. Здесь обитают странные создания, хеджеры, арбитражёры, гномы из Цюриха, Змей в Туннеле, тут и глиссадные полосы, и ползучие колья. В этой области небезопасно полагаться на "домашнюю" интуицию.

Со времён Киндлбергера валютные рынки стали еще более неведомым и, вероятно, более изменчивыми. Широкая финансовая либерализация коснулась международной системы расчётов, а также валютных рынков, от которых эта система зависима. Международный капитал движется столь свободно, что для 1970-х годов это представлялось невообразимым. Наряду с ПИИ\*, на сегодняшний день существуют огромные потоки портфельных инвестиций, валютные курсы могут меняться свободно, реагируя на воздействие рыночных сил. Объёмы мировой торговли сейчас более масштабны чем когда-либо и оцениваются порядка в 4000 млрд. Фунтов Стерлингов в год, а на валютных рынках ежедневно обращается 1000 млрд. Фунтов Стерлингов. Курсы валют незамедлительно изменяются в ответ на меняющиеся ожидания и, временами, могут быть крайне неустойчивыми.

(Киндлбергер, Линдер *"Международная экономика" 1978*)

Прямые иностранные инвестиции

В этой главе будет рассмотрена система международных расчётов и валютные рынки, лежащие в её основе. Для простоты анализа в начале главы приводятся несложные модели механизма международных расчётов и определения курса, которые затем уточняются с учётом важных аспектов, отражающих существующее положение в мире валютных рынков. Для начала следует отметить, что валютные рынки рассматриваются на различных уровнях сложности, и в этой области всё ещё остаётся множество нерешённых вопросов. Неудивительно, что международные финансы, по утверждению многих людей, представляют собой трудную для понимания задачу и даже подвергаются жёсткой критике.

Изучив материалы данной главы вы сможете:

* понять роль фирм, банков и брокеров в механизме международных расчётов;
* объяснить, что такое *спот - курс* и *форвардный курс, свопы, фьючерсы и опционы;*
* понять механизм удорожания и обесценения валют в контексте спроса на валюту и её предложения по отношению к другой;
* разобраться в причинах роста и падения стоимости валют;
* дать определение номинальному и реальному эффективным валютным курсам;
* в общих чертах проследить изменения в эффективном валютном курсе евро;
* дать определение абсолютному и относительному паритетам покупательной способности;
* обосновать то, как арбитраж обеспечивает стабильность кросс-курсов валют в различных точках мира;
* описать международные финансовые потоки и показать как на них влияет валютный рынок, и как они, в свою очередь, влияют на него.

Механизм международных расчётов

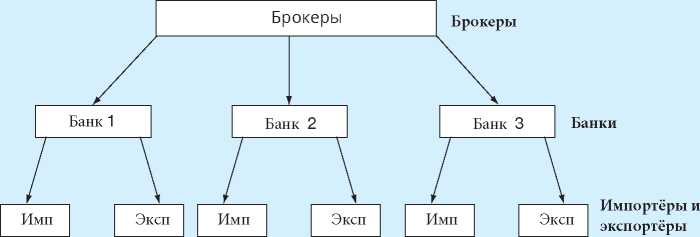
Первым этапом в изучении рынка валютно-обменных операций является понимание того, как осуществляются международные расчёты. Проще говоря, если страна А приобретает товары и услуги у страны В, то как производятся платежи?

Предположим, фирма X в стране A намеревается приобрести сырье у поставщика в стране B. Допустим, у фирмы X имеется банковский счет в стране A, выраженный в национальной валюте страны A. В коммерческом банке, с которым фирма X сотрудничает в рабочем порядке, есть валютный отдел, и банк сможет предоставить иностранную валюту, когда фирма X пожелает закупить сырье, поэтому фирме X не потребуется искать того, кто бы мог предоставить необходимую иностранную валюту для совершения платежа в валюте страны B.

После выставления обменного курса для фирмы X, банк обязан осуществить платёж в валюте, которой он не располагает. Речь идёт о так называемой открытой позиции банка. Эта позиция может быть рискованной, так как цены на валютных рынках подвижны, и, если стоимость валюты страны B повысится относительно стоимости валюты страны А, то банк будет нести потери.



Рисунок 9.1 Механизм международных расчётов для страны А



**Фирма X**

Банк закроет открытую позицию в максимально короткие сроки путем приобретения валюты страны B либо у одного из своих клиентов, экспортирующих товары и услуги в страну B, либо у другого банка, либо у брокера, специализирующегося на валюте страны В. (Рисунок 9.1).

На рис. 9.1 показаны три уровня сделок в механизме расчётов. В основании пирамиды находятся компании импортеры и экспортеры, располагающиеся в стране А. В середине находятся различные коммерческие банки, состоящие в деловых отношениях с этими фирмами. На вершине пирамиды находятся специализированные финансовые учреждения — валютные брокеры.

На практике, сделки между банками и их клиентами (это могут быть как фирмы, так и физические лица) представляют собой рынок розничной реализации иностранной валюты, а сделки банков между собой и с брокерами — оптовый рынок иностранной валюты. Также существует рынок фьючерсов/опционов, который будет рассмотрен в продолжении главы. В данной системе валютно-обменные операции, главным образом, осуществляются в форме банковского депозита, но речь может идти также о переводных векселях и операциях с банкнотами и монетами.

Внесём ряд важных дополнений в модель международных расчётов (рис. 9.1), чтобы подробнее отразить сложность существующего положения в мире:

* Транснациональные компании могут размещать банковские депозиты в нескольких странах. Осуществляя вывоз товаров и услуг за границу, эти компании используют фирменные чеки, без смены права собственности на банковские депозиты.
* Экспортер, осуществляющий продажу товаров и услуг за границу, может предпочесть хранить доходы в иностранной валюте за рубежом. К примеру, подавляющее число сделок по продаже нефти рассчитывается в долларах и большинство стран входящих в ОПЕК традиционно хранят поступившие платежи в Лондоне и других финансовых центрах в виде крупных долларовых депозитов ("нефтедоллары"). Американские экспортные компании хранят доходы от экспорта в виде "евродолларов", обращаемых в кредиты "евробанка" для физических лиц и фирм Великобритании и других стран.



* Не всегда операции с иностранной валютой связаны с банковскими переводами, возможна физическая передача иностранных банкнот и металлических денег. К примеру, туристы часто приобретают иностранную валюту перед выездом за границу. Обычно, между ценой покупки и ценой продажи для туристов существует больший разрыв, чем между курсами банковских переводов. Этот разрыв отражает более высокую для банков альтернативную стоимость ценных бумаг и валюты, представляющих собой активы, не приносящие дохода в виде процентов, (издержки упущенных возможностей).
* Коммерческий переводной вексель — это ещё одна форма расчётов, которая встречается во внешней торговле. Переводной вексель — это письменный приказ заплатить указанную сумму денег через какой-то промежуток времени в будущем. Иностранный переводной вексель — это вексель, получатель платежа по которому находится в одной стране, а плательщик — в другой. Переводные векселя представляют собой оборотные платёжные средства, т.е. могут передаваться от одного владельца другому посредством индоссамента. В международной торговле они имеют долгую историю.

• Монеты и банкноты — это единственная разновидность валютных резервов, которые необходимо непосредственно держать на руках, иметь в наличии. Их нельзя инвестировать в инструменты рынка краткосрочного капитала, тогда как другие активы могут приносить процентную прибыль, как минимум равную прибыли, полученной от национального капитала. Крупные суммы, ежедневно обращаемые на валютных рынках, отражают некоторые важные изменения, которые произошли в мировой экономике. В начале 1970-х годов рухнула Бреттон-Вудская валютная система фиксированных обменных курсов, пришедшая ей на смену система гибких курсов характеризовалась гораздо большим колебанием валютных курсов, что повлекло за собой широкое распространение спекуляций и хеджирования на валютных рынках. Либерализация рынков капитала также приобрела значительный масштаб. Приток капитала по прямым и портфельным иностранным инвестициям ускорился, когда страны ослабили ограничения, вводимые на трансграничные потоки капитала. Наконец, произошедшая в 1990-х годах революция в сфере информационных технологий, позволила валютным дилерам подключаться ко всемирной сети и моментально совершать электронные переводы на миллионы долларов.

Валютные курсы, свопы, опционы и фьючерсы

(^Валютные курсы "спот" и "форвард"

Рынок основан на том, что валюта покупается и продается, цена одной валюты, выраженная в единицах другой валюты — это валютный курс, котировки цен поступают ежедневно.

Практически для каждой национальной валюты устанавливается курс-спот, т.е. курс покупки или продажи с немедленной поставкой валюты банковским переводом, стоимость операции по переводу приблизительно равняется базовому курсу. Более рискованные и сложные транзакции, к примеру, операции с векселями, как правило, стоят дороже базового курса, т.е. цена иностранной денежной единицы снижается. В таблице 9.1 показан спот-курс Фунта Стерлингов относительно международных валют Европы, Северной и Южной Америки, Тихоокеанского региона/ Ближнего Востока/ Африки, (58) установленный на дату 7 ноября 2002 г.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Таблица 9.1 Спот- и форвард- курсы фунта стерлингов | | | |  |
| (выборочные страны), 7 ноября 2002 | | | | У |
|  |  |  |  |  |
|  | 7 ноября  Закрытие ; | Курс  на 1 месяц | Курс  на 3 месяца | Курс на год |
| Европа Чехия (крона) | 48.4 | 48.4 | 48.3 | 47.8 |
| Венгрия (форинт) | 375.3 | 377 | 380.8 | 396.6 |
| Норвегия (1\1Кг) | 11.5 | 11.5 | 11.6 | 11.8 |
| Румыния (лей) | 53 014.7 | - | - | - |
| Россия (рубль) | 50.3 | - | - | - |
| Словения (толар) | 359.4 | - | - | - |
| Швейцария (БРг) | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.2 |
| Турция (лира) | 2569777 | - | - | - |
| Евро | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| Северная и Южная Америка Аргентина (песо) | 5.6 | - | - | - |
| Бразилия (Я$) | 5.7 | - | - | - |
| Канада (С$) | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.4 |
| США ($) | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| Тихоокеанский регион/Ближний Восток/Афри Австралия (A$) 2.8 | | ка  2.8 | 2.8 | 2.8 |
| Гонконг (HK$) | 12.3 | 12.3 | 12.3 | 12.1 |
| Индия (Rs) | 76.3 | 76.4 | 76.6 | 77.5 |
| Израиль (Shk) | 7.5 | - | - | - |
| Япония (Y) | 191.6 | 191 | 189.7 | 184.3 |
| Саудовская Аравия (SR) | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.8 |
| ОАЭ (дирхам) | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.7 |
| NKr -норвежская крона, SFr - | швейцарский фра | нк, R$ - бразильский реал, С$ - канадский доллар, | | |
| A$ - австралийский доллар, HK$ - Гонконгский доллар, Rs - | | | индийская рупия, Shk-израильский | |
| шекель, Y - иена, SR - саудовский реал | |  |  |  |

Для валют, которые широко продаются на международном уровне, обычно можно получить котировку по форвардному курсу поставки — цену на один месяц, три месяца или на год вперед. Форвардные курсы также указаны в таблице 9.1. Форвардный валютный курс — это обязательство купли или продажи валюты на определенную дату в будущем по уже согласованной цене. Цель заключения форвардных сделок состоит в снижении рисков покупателя (продавца) валют, связанных с будущими ценовыми колебаниями, поскольку валютные колебания могут легко превратить прибыльную в других отношениях внешнеторговую сделку в убыточное предприятие.



**Свопы, опционы и фьючерсы**

Валютный своп представляет собой покупку валют на рынке спот и продажу их на рынке форвард. Брокеры и банки, работающие с иностранной валютой, стремятся уравновесить продажи и закупку валюты для снижения риска, связанного с валютными колебаниями. Оптимальный баланс иногда наиболее достижим с течением времени, поэтому открытая позиция спотовой продажи уравновешивается открытой позицией форвардной закупки. На сегодняшний день сделки типа своп составляют значительную часть операций с иностранной валютой.

О

Форвардные контракты позволяют покупателю и продавцу валюты снизить вероятные риски, но эти контракты негибкие, они не подлежат купле или продаже. Фьючерсные контракты (Таблица 9.2) можно купить или продать до истечения срока оплаты. Выполняя ту же функцию, что и форвардные контракты (снижая риски), фьючерсные контракты привносят полезный элемент конкуренции на срочный рынок, так как выступают предметом купли/продажи.

Также можно утверждать, что, поскольку фьючерсный контракт представляет собой продукт, подлежащий продаже, он обычно бывает стандартизирован и не рассчитан на крупного покупателя, тогда как условия форвардного контракта, как правило, оговариваются особо, чтобы удовлетворить требования конкретного покупателя и продавца.

Опционы — это контракты, дающие держателю право на покупку или продажу иностранной валюты по указанному курсу на определенную дату в будущем. Держатель опциона не обязан использовать это право — в этом состоит основное отличие форвардных и фьючерсных контрактов от опционов. Исполнение "европейского" опциона возможно только в день истечения срока действия, указанного в контракте, тогда как осуществление права на покупку-продажу "американского" опциона возможно до даты истечения срока действия, включительно. Опцион "колл" даёт право на приобретение иностранной валюты за национальную валюту. Опцион "пут" даёт право на получение национальной валюты в обмен на иностранную. (Таблица 9.3).

Как и фьючерсные контракты, опционы могут быть предметом торгов, организуемых Чикагской товарной биржей (CME), которая выступает гарантом контракта.

Таблица 9.2 Валютные фьючерсы, 7 ноября 2002

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Валюты | Дата окончания свопа | Объём |
| евро-стерлинг | Декабрь | 140 |
| евро-$ | Декабрь | 238 |
| евро-йена | Декабрь | 680 |
| $-канадский $ | Декабрь | 7 259 |
| $-евро | Декабрь | 20 633 |
| $-евро | Март | 92 |
| $-швейцарский франк Декабрь | | 13 909 |
| $-швейцарский франк Март | | 36 |
| $-йена | Декабрь | 15 023 |
| $-йена | Март | 217 |
| $-стерлинг | Декабрь | 7 622 |
| $-стерлинг | Март | 12 |

Заключение срочных контрактов особенно удобно, если речь идёт о рисках по сделкам с иностранной валютой, в которые физическое лицо или фирма могут решить в конечном итоге не вступать. Если запланированные сделки носят неопределённый характер, и в конечном итоге не реализуются, то валютный опцион не обязательно подлежит исполнению.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Таблица 9.3 Валютные оп |  |  |  |  |  |  |
| |циипы / пиморх | | |  |  |  |
| Часть 1 - опционы US $/Евро (CME) | | | | | | |
| Цена страйк | "Колл" |  |  | "Пут" |  |  |
| 7 ноября | ноябрь | декабрь январь | | ноябрь | декабрь январь | |
| 9 900 | 1.15 | 1.58 | 1.83 | 0.03 | 0.67 | 0.00 |
| 10 000 | 0.38 | 1.10 | 1.33 | 0.35 | 1.02 | 1.63 |
| 10 100 | 0.07 | 0.72 | 0.94 | 1.02 | 1.61 | - |
| 10 200 | 0.02 | 0.44 | 0.65 | 1.95 | 2.34 | - |
| Коллы: 3189; Путы 735; объём: 3924; | объём открытых позиций за предыдущий день 71 715. | | | | | |
| Часть 2 - опционы US $/йена (CME) | |  |  |  |  |  |
| Страйк цена | "Колл" |  |  | "Пут" |  |  |
| 7 ноября | ноябрь | декабрь январь | | ноябрь | декабрь январь | |
| 8 100 | 1.28 | 1.64 | 2.08 | 0.03 | 0.35 | 0.58 |
| 8 200 | 0.42 | 1.00 | 1.45 | 0.11 | 0.66 | 0.94 |
| 8 300 | 0.04 | 0.58 | 0.99 | 0.83 | 1.32 | - |
| 8 400 | 0.02 | 0.33 | 0.65 | 1.77 | 2.08 | - |

**Коллы: 585; Путы: 669; объём:** 1254; **объём открытых позиций за предыдущий день** 103 514. Часть 3 - опционы US $/UK £ (CME)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Страйк цена | "Колл" |  |  | "Пут" |  |
| 7 ноября | ноябрь | декабрь Jan | | ноябрь | декабрь январь |
| 9 900 | 1.00 | 1.10 | - | 0.16 | 0.80 - |
| 10 000 | 0.26 | 1.20 | 1.00 | 1.10 | 1.66 - |
| 10 100 | 0.04 | 0.80 | 0.90 | - | -- |
| 10 200 | 0.02 | 0.26 | - | - | -- |

**Коллы**: 144; **путы**: 39; **объём**: 183; **объём открытых позиций за предыдущий день**: 9979.

Прим**: Страйк цена = цена исполнения контрактов с экспирацией в котируемом месяце Открытые позиции= количество открытых контрактов за предыдущий день . Объём = коллы+ путы.**

**Цена страйк выражена в % интервалах.**

Форвардные контракты, свопы, фьючерсы и опционы — всё это способы снижения рисков, возникающих при осуществлении валютных операций. При осуществлении международных сделок существуют и другие риски, в первую очередь, риски, связанные со счётом движения капитала и относящиеся к стоимости активов. Эти риски обусловлены не только колебаниями валютного курса, но и изменением процентных ставок, которые влияют на стоимость актива.

Производные финансовые инструменты — это контракты, стоимость которых привязана к какому-либо базисному активу — к облигации, акции, товарному активу, кредиту, депозитным и валютным сертификатам.

РЕПО (договор купли-продажи с обратным выкупом) — это ценные бумаги, которые продаются с одновременным договором о выкупе их в будущем по указанной цене. Рынок РЕПО в США сейчас очень широк, в еврозоне он также растет быстрыми темпами за счет валютных свопов и других инструментов денежного рынка (см. рис. 9. 2). (ГбТ)

Определение равновесного валютного курса

Самый простой подход к рассмотрению валютного курса — думать о нем как о цене, определяемой спросом на иностранную валюту и её предложением. Как и в случае с механизмом международных расчётов, упрощённая модель затем будет дополнена с учётом ряда важных аспектов, отражающих более сложную ситуацию, складывающуюся на практике.

Допустим, мы изучаем спрос на доллар США в Великобритании. Линия DD' на рис. 9.3 показывает спрос на USD в Великобритании, а линия SS' — предложение USD.

Равновесный курс Фунта Стерлингов (£) к доллару США ($) находится на пересечении кривых спроса и предложения. Равновесный валютный курс обозначен пунктиром е, равновесное количество долларов, предлагаемых и востребованных — пунктиром q.

Зачем фирмы и физические лица покупают доллары США в Великобритании?

Валютные курсы, которые мы ранее обсуждали в этой главе, — это двусторонние валютные курсы. Например, в таблице 9.1 приводятся двусторонние курсы спот и форвард для фунта стерлингов по отношению к валютам Европы, Северной и Южной Америки, Тихоокеанского региона / Ближнего Востока / Африки. Двусторонние курсы служат индикатором ценности валют двух стран. Но страна может иметь множество торговых партнёров, часто бывает целесообразно установить индекс, отражающий цены различных валюты, взвешенные в соответствии с их удельным весом во