

Национальный Фонд Подготовки Кадров

Учебное пособие

**Валютный курс и
международные финансы**

Автор: Шульгин А.Г.

2003 г.

Введение

Введение.....	1
Что желательно знать до начала изучения.....	2
Содержание пособия.....	2
Основные понятия и определения.....	3
Режимы валютного курса.....	3
Структура рынка валюты.....	4
Агенты рынка валюты.....	5
Форвардный и спотовый валютные курсы.....	8
Основные паритеты международных финансов.....	9

В дисциплине «Валютный курс и международные финансы» мы будем изучать принципы ценообразования на валютном рынке. Фокусом в каждой из обсуждаемых нами тем будет находиться **курс иностранной валюты** S_t – количество единиц отечественной валюты за единицу иностранной, который играет в современной экономике чрезвычайно важную роль. От динамики валютного курса зависит множество аспектов современной экономики:

- ❖ *Конкурентоспособность экспорта и импорта*, и, соответственно, конъюнктура совокупного спроса в экономике. В современной экономике считается, что если вы имеете рычаги влияния на совокупный спрос, вы можете управлять всей экономикой
- ❖ *Прибыльность инвестиций* в активы той или иной страны, а, следовательно, потоки капитала между странами и доступ для резидентов к более дешевым кредитам на внешнем рынке
- ❖ *Динамика денежной массы*, влияющая на выполнение инфляционных ориентиров в стране (особенно актуально для России в 2003 году)
- ❖ *Расходы бюджета на обслуживание внешнего долга*, а, следовательно, государственное финансирование социальных программ, структурных реформ в стране и т.д.
- ❖ *Наконец, богатство простых граждан*, которые имеют немало активов в иностранной валюте

На рынке валюты встречаются множество экономических интересов, что делает изучение поведения валютного курса очень многосторонним процессом. На современном этапе развития экономической теории практически невозможно построение единой теории валютного курса, которая бы учла абсолютно все нюансы. Поэтому в этом курсе вы будете изучать несколько принципиальных подходов к изучению валютного курса, которые сильно переплетены друг с другом, но которые принято рассматривать отдельно. Пусть это не смущает читателя, ведь современная экономическая теория – это очень динамично развивающаяся дисциплина, можно сказать, поле битвы различных парадигм за сферы влияния.

Что желательно знать до начала изучения

Дисциплина «Валютный курс и международные финансы» является продолжением курса «Международные финансы», которая позволяет углубить знания по курсообразованию на современном рынке валюты. Рекомендуется изучение данной дисциплины в магистратуре экономических специальностей во втором семестре первого курса. Другим вариантом изучения данной дисциплины является преподавание ее *вместо* курса «Международные финансы». Изучаемые модели излагаются достаточно подробно, чтобы понять материал и без дополнительного курса. Но следует помнить, что дисциплина «Валютный курс и международные финансы» не включает в себя изучение специальных вопросов международных финансов: внешнего долга, монетарного союза, истории финансовой системы, валютной политики развивающихся стран и стран с переходной экономикой и т.д. Впрочем, таким актуальным вопросам желательно посвятить отдельный курс, который логично смотрелся бы в программе после «Валютного курса и международных финансов».

При изложении материала читатели будут сталкиваться с множеством технических деталей, хотя никаких сложных с математической точки зрения моделей в курсе нет. Автор намеренно избегал математических усложнений, считая их в данном случае лишними. Однако некоторая математическая *культура* читателю понадобится, хотя бы для того, что бы не было проблем с интерпретацией результатов, которые в основном будут получены в формальном виде.

Необходимыми пререквизитами изучаемого курса являются: «Макроэкономика –1,2», «Микроэкономика – 1,2», «Теория денег и финансовых рынков», «Международная экономика». Математические дисциплины также требуются, но не в большем объеме, чем для самих пререквизитных курсов.

Содержание пособия

Пособие состоит из восьми глав, посвященных анализу валютного курса. В главе 1 «Введение» обсуждается место курса в программе, а также основные понятия международных финансах. Данную главу можно рассматривать как краткое напоминание того, что изучается в курсе «Международная экономика» по поводу рынка валюты. В главе 2 «Процентные паритеты» дается представление о влиянии мирового рынка финансовых активов на динамику валютного курса. В ней приводится несколько частных равновесных моделей, которые дают представление о сильной взаимосвязи финансового и валютного сегментов в экономике. Глава 3 «Паритет покупательной способности» (ППС) позволяет отследить связь рынков товаров с рынком валюты. Оказывается, у этой древней идеи есть современная концепция, которая заставляет рассматривать ППС и процентные паритеты не как антагонистов, а как союзников: это идея ППС эффективных рынков. В главе 4 «Монетарные модели с гибкими ценами» мы рассмотрим долгосрочную модель валютного курса, опирающуюся на ППС. Мы покажем, что фундаментальными факторами в

долгосрочном периоде без оговорок можно считать уровень денежной массы и объем производимого ВВП в экономике. Кроме обсуждения фундаментального валютного курса мы поговорим о пузырях - долгосрочных отклонениях фактического значения валютного курса от фундаментального. В главе 5 мы рассмотрим идею, которая в свое время (конец 70-х) грянула как гром среди ясного неба: идею Дорнбуша о перелете валютного курса. Сам перелет возникает при краткосрочной жесткости уровня цен, и изучается в классе монетарных моделей с фиксированными ценами. В главе 6 с точки зрения финансовой теории изучается формирование премии за риск на иностранные активы на рынке, а на основе проведенного анализа строится макроэкономическая модель общего равновесия. Автор идеи: *Рудирег Дорнбуш* (1942 - 2002). В главе 7 мы увидим как эффект накопления богатства может решающим образом повлиять на реальный валютный курс в экономике. Наконец, в главе 8 мы обратимся к такому явлению, как спекулятивная атака на фиксированный валютный курс. Для анализа этого любопытного явления нам придется сначала описать то, как функционирует экономика при фиксированном валютном курсе.

Практически весь материал посвящен изучению режима плавающего валютного курса, и лишь последняя глава анализирует режим фиксированного валютного курса. Такая асимметрия в финансовой науке наблюдается с 70-х годов, когда в 1971 году развитые страны перестали поддерживать фиксированные валютные курсы в рамках Бреттон-Вудской системы. В настоящий момент большинство развитых стран имеет плавающие валютные курсы, а многие развивающиеся страны фиксируют свои курсы относительно более твердых валют. Мы в своем курсе не стали отступать от асимметрии такого рода, тем более, что после кризиса августа 1998 года Россия также перестала фиксировать свой курс иностранной валюты, отпустив его в управляемое плавание.

Основные понятия и определения

Кратко обсудим основные моменты, касающиеся формирования курса иностранной валюты в разных странах.

Режимы валютного курса

Существует 2 режима ценообразования на рынке валюты:

- **Режим плавающего валютного курса (floating exchange rate).** В режиме плавающего курса цена иностранной валюты определяется на рынке валюты под действием рыночных сил. ЦБ может вмешиваться в процесс курсообразования, выступая либо со стороны спроса (чтобы поддержать иностранную валюту) либо со стороны предложения (чтобы поддержать отечественную валюту) на рынке валюты. В зависимости от участия ЦБ в торгах различают:
 - **Режим свободного плавания (free floating),** когда ЦБ не вмешивается в торги

- **Режим грязного плавания (dirty floating)**, который иногда называют **управляемым плаванием (managed floating)**, когда ЦБ активно вмешивается в торги на рынке иностранной валюты
- **Режим фиксированного валютного курса (fixed exchange rate)**. В режиме фиксированного курса ЦБ гарантирует проведение *легальных* сделок по обмену иностранной валюты на отечественную (и обратно) по определенному им курсу. Иногда все сделки проходят через ЦБ, иногда существует рынок валюты, цена на котором активно регулируется ЦБ.
 - Если ЦБ гарантирует нахождение валютного курса в некоторых пределах, то говорят, что действует **режим валютного коридора (target zone)**. Режим валютного коридора существовал в России до кризиса 1998 года.
 - Если ЦБ гарантирует то, что курс будет на некотором уровне, то такой режим называют **валютным пегом (pegged exchange rate)**. Понятие **peg** немного шире, чем просто один из видов фиксированного курса. Пегом также называют режим управляемого плавания, когда ЦБ старается, за счет интервенций, удерживать курс на некотором уровне. В этом случае, ЦБ часто меняет тот уровень, который он поддерживает в каждый момент времени, стараясь препятствовать краткосрочным колебаниям курса, и не вставать на пути у глобальных изменений. Такой режим называют **ползущим пегом (crawling peg)**. Режим **crawling peg** лучше всего характеризует современный (2003 год) рынок доллара в России.

Валюту некоторой страны называют **конвертируемой**, если он может быть легально обмененной на другую конвертируемую валюту. Если обмен валюты разрешен только для проведения определенных операций (обычно для экспортно-импортных), то говорят о **частичной конвертируемости** валюты. Если валюта легально не конвертируема, то возникает **черный рынок** валюты.

Структура рынка валюты

Глобальный рынок валюты называется **FOREX (foreign exchange)**. На данном рынке устанавливается более 200 валютных курсов. Основные торги в мире идут по четырем основным валютам: евро (EUR), швейцарский франк (CHF), японская йена (JPY) и британский фунт (GBP). Все они торгуются за американские доллары (USD), которые неформально являются *резервной* валютой. Есть рынки, на которых ведется торговля иностранной валюты без посредничества американского доллара, но равновесная цена валюты на данных рынках (так называемые **кросс-курсы**) зависит от котировок данных валют относительно доллара.

Рынок валюты состоит из двух сегментов:

- **Биржевой сегмент.** Объединяет основные биржи, на которых торгуют той или иной иностранной валютой. Торговля валютой означает «обмен» некоторой суммы на счете в одной валюте на сумму на счете в другой валюте. Пропорция обмена определяют обменный (валютный) курс. Цены на разных биржах связаны из-за того, что некоторые агенты (спекулянты) пытаются заработать на разности курсов на разных биржах, чем приводят к тому, что эта разность, если и возникает, уменьшается до нуля за очень короткий промежуток времени (секунды). Простые трейдеры с небольшими суммами на счетах торгуют на бирже через посредников, так называемых **market makers**: крупнейших мировых банков, которые имея торговые системы на основных биржах выставляют двусторонние котировки (bid и ask) по основным валютам для своих клиентов.
- **Внебиржевой сегмент.** Некоторые сделки между агентами (в основном между банками) совершаются в обход бирж. Если величина заказа велика, то потеря на спреде между курсами bid и ask на бирже становятся значительными и использование биржи как посредника в сделке становится не выгодным.

Агенты рынка валюты

Можно выделить следующие группы агентов рынка валюты:

- **Экспортеры и импортеры.** *Экспортеры* продают валютную выручку на рынке, предъявляя *предложение* иностранной валюты. *Импортеры* приобретают валютные счета для оплаты товаров и услуг за рубежом, предъявляя *спрос* на иностранную валюту.
- **Инвесторы.** Иностранные инвесторы покупают отечественную валюту для покупки отечественных активов, предъявляя предложение иностранной валюты. Отечественные инвесторы покупают иностранную валюту для оплаты финансовых активов за рубежом.
- **Домашние хозяйства.** Население покупает и продает наличную иностранную валюту, а также открывает и закрывает валютные счета. В случае нестабильного инфляционного процесса, когда население не доверяет отечественным активам, многие предпочитают сохранять средства в иностранных активах. Данный процесс называется **замещением валюты**.
- **Корпорации.** Особенно это относится к транснациональным корпорациям (ТНК). Многие корпорации, осуществляющие платежи за рубеж, или получают выручку в иностранной валюте. В итоге для минимизации валютного риска многие фирмы предпочитают держать ликвидные средства в иностранной валюте. Данный эффект также укладывается в рамки концепции **замещения валюты**.

- **Валютные спекулянты.** Покупают и продают валюту с целью получения прибыли на разности валютных курсов. На современном рынке FOREX в 99 % всех сделок хотя бы с одной из сторон выступает спекулянт. Общий объем сделок, проходящих через руки спекулянтов, не такой впечатляющий, но тоже весьма велик: 80 – 90 %. Современный рынок валюты – это рынок, на котором в краткосрочном периоде правят бал спекулянты. Однако, обеспечивая высокую ликвидность рынка в каждый момент времени, в долгосрочном периоде спекулянты могут повлиять на курс в значительно меньшей степени.
- **Центральные банки.** Используют свои валютные резервы для достижения целей *макроэкономической стабилизации*. Покупка или продажа иностранной валюты ЦБ на рынке называется **валютной интервенцией**. Если ЦБ считает, что для страны целесообразно на данном этапе иметь слабую отечественную валюту, для обеспечения высокой конкурентоспособности отечественного экспорта за рубежом, он будет покупать иностранную валюту на рынке. Если ЦБ проводит политику сильной отечественной валюты, он будет продавать валютные резервы на рынке. Некоторые ЦБ имеют очень большую власть над рынком в краткосрочном периоде, проводя политику *crawling peg*. Российский ЦБ входит в их число. Но в долгосрочном периоде как и спекулянты ЦБ не может противиться фундаментальным факторам (собственно, потому *peg* и называют *crawling* (ползущим)). Измерить спрос (или предложение) ЦБ за некоторый период времени можно посмотрев на динамику его золотовалютных резервов за данный период.
- **Правительство страны.** Правительство имеет внешний долг в иностранной валюте и покупает иностранную валюту на рынке с целью обслуживания внешнего долга. Иногда правительство покупает иностранную валюту напрямую у ЦБ, иногда через уполномоченные коммерческие банки.

Есть и другие группы агентов на рынке валюты, но их вклад менее значим по сравнению с перечисленными шестью группами.

Каждый из рынков валюты уникален, в том числе и с точки зрения влияния различных агентов на валютный курс. В России 2003 года, например, основную роль играют поставки валюты на рынок экспортерами природных ресурсов и стратегия ЦБ по сдерживанию падения реального (а иногда и номинального) курса доллара.

Все операции с иностранной валютой учитываются в **платежном балансе страны (Balance of Payments)**.

Платежный баланс

Платежный баланс (Balance of payments) – это статистический документ, описывающий все денежные платежи, поступающие в страну из-за границы, и все ее платежи за границу в течение определенного периода времени (год, квартал, месяц). В платежном балансе учитываются все внешнеэкономические операции страны.

Платежный баланс (ПБ) состоит из трех основных групп счетов: **счета текущих операций, счета движения капитала и счет резервов ЦБ**. Операции, приводящие к притоку иностранной валюты в страну, учитываются в *кредитовой* части ПБ. Операции, приводящие к оттоку иностранной валюты из страны, учитываются в *дебетовой* части ПБ.

В ПБ учитываются международные сделки двух типов:

1. Сделки, подразумевающие экспорт или импорт товаров или услуг, входящие в баланс текущих операций
2. Сделки, подразумевающие покупку или продажу активов (форм богатства), входящие в баланс движения капитала

Рассмотрим более подробно счета ПБ.

Счета текущих операций (Current Account) включают в себя:

- ✓ Экспорт (кредит) и импорт (дебет) товаров
- ✓ Экспорт (кредит) и импорт (дебет) услуг
- ✓ Доход от международных (кредит) и иностранных (дебет) инвестиций
- ✓ Оплата труда резидентам за границей (кредит) и иностранцам (дебет)
- ✓ Односторонние трансферты *в* страну (кредит) и *из* страны (дебет)

Счета движения капитала (Capital Account) включают в себя:

- ✓ Счет операций с капиталом
 - Капитальные трансферты полученные (кредит) и выплаченные (дебет)
- ✓ Финансовый счет
 - Прямые иностранные (кредит) и международные (дебет) инвестиции
 - Портфельные иностранные (кредит) и международные (дебет) инвестиции
 - Прочие инвестиции (наличная иностранная валюта, остатки на текущих счетах и депозитах, торговые кредиты и авансы, просроченная задолженность, и т.д.)

Счет резервов ЦБ (Official Reserves Account) учитывает:

- ✓ Изменение резервных активов ЦБ
 - Золото
 - Специальные права заимствования (**Special Drawing Rights**) SDR
 - Иностранная валюта

Замыкающая статья ПБ – **чистые ошибки и пропуски**, которая неизбежно возникает из-за несовершенства системы учета.

Говорят, что имеется *активное* сальдо какого-либо счета, когда суммарная кредитовая часть этого счета превышает суммарную дебетовую часть. Пассивное сальдо получается, когда дебетовая часть выше кредитовой.

Сведение ПБ с нулевым сальдо можно трактовать с *бухгалтерской* и *экономической* точек зрения: С *бухгалтерской* точки зрения общее сальдо равно нулю потому, что любая международная сделка автоматически порождает в ПБ две взаимоуравновешивающиеся записи. Например, если экспортер получает иностранную валюту в обмен на товар (кредит) счета текущих операций, то он увеличивает свой валютный счет, что автоматически учитывается на одном из счетов движения капитала (дебет)

С *экономической* точки зрения нулевой сальдо ПБ – это условие равновесия на рынке иностранной валюты: кредитовые статьи платежного баланса формируют общее предложение иностранной валюты за большой промежуток времени, а дебетовая часть – это спрос на иностранную валюту. В случае фиксированных курсов равновесие наступает за счет балансирующего систему счета резервов ЦБ. В случае плавающего курса (*free floating*) равновесие наступит за счет установления равновесного валютного курса, который уравнивает спрос и предложение. Наконец, в случае управляемого плавления (*managed floating*) и валютный курс и счет резервов ЦБ внесут свою лепту в установления равновесия на рынке.

Форвардный и спотовый валютные курсы

В зависимости от времени поставки иностранной валюты после заключения сделки различают:

Спотовый курс иностранной валюты – цена валюты в сделках, в которых поставка валюты происходит менее чем через три дня после заключения сделки. Различают курсы TODAY (поставка сегодня), TOMMORROW (поставка завтра) и SPOT (поставка в течение 3 дней). Основные торги идут по валюте с поставкой TODAY, хотя в России сегмент TOMMORROW имеет также немалый объем продаж, так как исходя из этого курса, ЦБ рассчитывает официальный валютный курс на следующий день.

Форвардный курс иностранной валюты – цена валюты в сделках, в которых поставка валюты происходит более чем через три дня после заключения сделки. Наибольший объем торговли в мире приходится на 3, 6, 9, 12 месячные сроки поставки валюты. Если форвардные контракты стандартизируются и торгуются на основных биржах, то их называют фьючерсными контрактами. Наличие форвардного сегмента валюты позволяет экономическим агентам избежать неопределенности будущего валютного курса, которая неизбежно возникает в режиме плавающих курсов.

Форвардный и спотовый курсы тесно связаны, так как некоторые агенты пытаются осуществить **процентный арбитраж** на форвардной разности. **Арбитражем** называют получение

безрисковой премии без вложения собственных средств. На развитых финансовых рынках арбитражные возможности, если и появляются, быстро исчезают в результате действий спекулянтов по эксплуатации данных арбитражных возможностей. Рынок FOREX (речь идет об основных сегментах данного рынка), являясь самым большим финансовым рынком в мире с точки зрения количества агентов и объема торгов, предоставляет очень мало арбитражных возможностей, и может считаться достаточно эффективным в этом плане рынком.

Условия отсутствия арбитражных возможностей на различных сегментах рынка изучаются с помощью *паритетов международных финансов.*

Основные паритеты международных финансов

Ниже мы подробно опишем каждый из данных паритетов, здесь же конспективно отметим основные идеи.

Паритет покупательной способности (Purchasing Power Parity) – запрещает получение прибыли на экспортно-импортных операциях, требуя одинаковой покупательной способности от валют в каждой из стран.

Покрытый процентный паритет (Covered Interest Parity) – запрещает получение прибыли на разности форвардной премии иностранной валюты.

Непокрытый процентный паритет (Uncovered Interest Parity) – запрещает получение прибыли на разности доходности активов и динамике спотового валютного курса.

Каждый из паритетов считается моделью частичного равновесия (partial equilibrium model) установления равновесного валютного курса, однако в современной науке паритеты используются как составные части модели общего равновесия (general equilibrium model), учитывающую динамику макроэкономических переменных, ожидания, финансовый блок действия ЦБ, правительства и т.д.

Мы начнем свое изложение материала именно с теории паритетов.