

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНО- КРЕДИТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ

д.э.н., профессор

Ефременко Иннесса Николаевна

Тема 2: ВАЛЮТНЫЙ КУРС

1. Понятие валютного курса и факторы, его определяющие
2. Механизм формирования валютного курса
3. Теории валютного курса
4. Признаки классификации и виды валютных курсов
5. Понятия и виды конвертируемости валют
6. Влияние валютного курса на международные валютно-кредитные отношения

2.1. Валютный курс

- Пропорции, в которых валюта одной страны обменивается на валюту другой страны
- Цена валюты, выраженной в национальной валюте другой страны

Факторы влияния

- **Макроэкономические**
- **Конъюнктурные факторы**

Макроэкономические факторы

- показатели экономического роста (валовой национальный продукт, объемы промышленного производства и др.);
- состояние платежного баланса, степень зависимости от внешних источников сырья;
- рост денежной массы на внутреннем рынке;
- уровень инфляции и инфляционные ожидания;
- уровень процентной ставки;
- платежеспособность страны и доверие к национальной валюте на мировом рынке.

- **Платежный баланс**
- **Торговый баланс**
- **Волатильность курса**
- **Девальвация**

Рост курса валюты – это хорошо?

- активное сальдо торгового баланса страны означает увеличение спроса со стороны иностранных должников на национальную валюту и рост ее курса
- активное платежное сальдо и рост курса национальной валюты далеко не всегда является несомненным благом для страны



Ревальвация

- Укрепление курса национальной валюты к иностранным, т.е. *ревальвация*, также может негативно влиять на экономику страны, снижая конкурентоспособность ее экспорта. В силу роста курса национальных валют экспортируемые товары становятся дороже для потребителей других стран, которые стремятся ограничить их ввоз. В результате на мировом рынке происходит снижение конкурентоспособности товаров стран

Девальвация и импортозамещение

- При пассивном сальдо торгового баланса происходит снижение курса национальной валюты по отношению к иностранным, т.е. *девальвация*, следствием которой является обесценение накоплена ее хозяйствующих субъектов и удорожание закупок по импорту необходимых товаров и услуг.
- В результате импорт товаров и услуг прекращается, возникают предпосылки для *импортозамещения*, т.е. производства продукции, которая ранее закупалась за рубежом.

Примеры влияния инфляции

- Существенное влияние на валютный курс оказывают рост денежной массы, состояние и темпы инфляции и даже инфляционные ожидания.
- Россия в начале 1990-х гг.:

при сокращении ВВП стал значительно возрастать объем денежной массы в обращении. Так, в 1990 г. прирост денежной массы возрос на 27%, а в 1993 г. — уже на 963%. Обесценение сбережений населения и заставило использовать американский доллар как средство «борьбы» с инфляцией, что привело к значительному падению курса рубля по отношению к доллару.

Влияние процентных ставок

- Важным фактором, влияющим на валютный курс, является уровень *процентной ставки*. Рост процентных ставок означает удорожание денег и снижение степени их доступности, а значит, способствует повышению курса национальной валюты.
- Высокие процентные ставки (реальные, т.е. за вычетом инфляции) переключают инвестиционный и спекулятивный спрос с валюты на внутренний денежный рынок, где появляются более выгодные способы для инвестирования средств.

Пример:

- В условиях мирового финансового кризиса, который начался в США в 2007 г. политика маневрирования процентной ставкой Федеральной резервной системы (ФРС) США в интересах активизации внутренней деловой активности, одновременно способствовала повышению конкурентоспособности американской продукции на рынках других стран из-за ослабления курса доллара к основным резервным валютам — евро и японской иене.

2.2. Механизм формирования валютного курса

- индекс потребительских цен (*Consumer Price Index — CPI*),
- индекс цен производителей (*Producer Price Index — PPI*),
- использование производственных мощностей (*Capacity Utilization — CAPU*),
- заказы на товары длительного пользования (*Durable Goods Orders*),
- показатели объема запасов и продаж (*Business Inventories and Sales*).
- другие...например, конец финансового года в Японии — 31 марта, представление министром финансов парламенту проекта государственного бюджета в начале календарного года и др.).

Прогнозы валютных курсов

- поскольку время опубликования того или иного индикатора известно, то рынок заранее готовится к вероятным изменениям
- календари экономических индикаторов и наиболее важных событий в жизни отдельных государств

Кросс-курс

- http://youtu.be/Tt_rnjGRnN4

Роль информации

- Значительное влияние на изменение динамики валютного курса могут оказывать высказывания руководителей центральных банков и представителей экономических министерств во время различных докладов, саммитов, встреч, пресс-конференций и т.д.
- *Например, стремительный рост курса евро (на 400 пунктов относительно американского доллара) после сообщения об отставке министра финансов ФРГ Оскара Лафонтена.*

Пример влияния встречи большой 20 на валютную политику России

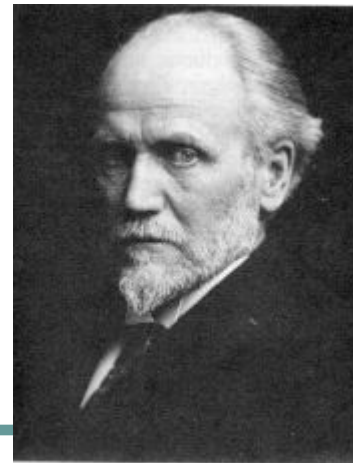
- <http://www.youtube.com/watch?v=67QN>
DiKMM Уяния

Влияние ФРС

- Наиболее существенное воздействие на формирование долгосрочных трендов в динамике валютного курса оказывают публичные выступления перед комитетом Конгресса США главы Федеральной резервной системы о состоянии американской экономики, из которых участники валютного рынка стремятся определить возможные изменения процентной ставки ФРС для принятия решения о покупке или продаже валюты.

2.3. Теории валютного курса

- Паритет покупательной способности – 1556г. Мартин де Ацпилкуета Наварро, Д Рекардо и Д.Юм (XIXв.), Густав Кассель



Паритет покупательной способности

- валюты оцениваются в соответствии с их покупательной способностью. Например, если за 1 единицу национальной валюты можно приобрести ту же корзину товаров, работ и услуг, что и за 5 единиц иностранной валюты, то можно говорить о том, что валютный курс национальной валюты составляет 5 единиц иностранной валюты за 1 единицу национальной валюты

причины арбитражной прибыли

- косвенные расходы, связанных с транспортировкой товара из одной страны в другую и организацией торговли за границей
- сближение цен по законам рынка
- выраженная взаимосвязь между ценами и валютным курсом: любые изменения уровня цен покрываются изменением курса соответствующих валют

Паритет покупательной способности

- Если X_s и Y_s - валютные курсы спот на начало периода соответственно при прямой и косвенной котировке, а $X_{s'}$ и $Y_{s'}$ - валютные курсы спот на конец периода, то при изменении цен в иностранной валюте, равном if , и изменении цен в национальной валюте, равном id , имеем:

$$\frac{X_s}{X_{s'}} = \frac{Y_{s'}}{Y_s} = \frac{1 + if}{1 + id}$$

Паритет покупательной способности

- Следует сделать оговорку, что указанное соотношение справедливо, как правило, если рассматриваемый период характеризуется значительной продолжительностью. Для коротких периодов обычно применяется уточненная формула, имеющая следующий вид:

$$\frac{X_s}{E(X_s')} = \frac{E(Y_s')}{Y_s} = \frac{1 + E(if)}{1 + E(id)}$$

Здесь $E(X_s')$ и $E(Y_s')$ - ожидаемые значения валютных курсов спот на конец периода, а $E(if)$ и $E(id)$ - ожидаемые значения изменения цен в иностранной и национальной валюте.

Задача 1:

- Если ожидается, что в ближайшие полгода цены в долларах США вырастут на 1.5%, а в рублях - на 17.08%, то при текущем курсе, равном 29 рублям за 1 доллар США, можно спрогнозировать установление курса, приблизительно равного 33.45 руб. за 1 долл. США
($29 \times 1.1708/1.015$).

Задача 2:

- Ожидается, что в ближайшие 3 месяца цены в долларах США вырастут на 1,5%, а в рублях - на 2%, то при текущем курсе, равном 29 рублям за 1 доллар США.
- Спрогнозируйте установление курса руб. за 1 долл. США

$$E(X_s) = 29 \times 1,02/1,015 = \mathbf{29,14} \text{ руб. за 1 долл. США}$$

Задача 3:

- Ожидается, что в ближайшие 5 месяцев курс рубля по отношению к доллару США снизится на 1%, а цены в долларах США возрастут на 2%. Как изменятся цены в рублях?

$29 \times 1,02 / 1,015 = \mathbf{29,14}$ руб. за 1 долл.
США

$E(id) = (1,02 / 0,99 - 1) * 100 = 3,03\%$ т.е.
возрастут на 3%

Д. Рекардо



- Валютный курс определяется относительной стоимостью национальных денег двух стран, зависящей от уровня цен, который в свою очередь, зависит от количества денег в обращении
- Для повышения покупательной способности национальной валюты необходимо снижать темпы инфляции.

Недостатки теории ППС

- Дж.М. Кейнс

различия в структуре национальных корзин товаров, которые, по допущениям теории ППС, должны быть гомогенными (однородными) в странах, чьи валюты сравниваются, т. к. национальные потребительские корзины традиционно различаются по странам

относительный паритет покупательной способности, ОППС

(Relative Purchasing Power Parity — RPPP)

- Согласно теории относительного паритета покупательной способности колебания валютного курса происходят пропорционально относительному изменению уровня цен в двух странах. По этой теории колебание валютного курса пропорционально относительному изменению уровня цен в двух странах.

Курсы форвард и спот

- Как известно, курс форвард устанавливается с премией (pt) или дисконтом (dis) на базе действующего курса спот. При прямой котировке премия прибавляется к курсу спот, а дисконт вычитается из курса спот. При косвенной котировке, наоборот, премия вычитается из курса спот, а дисконт прибавляется к курсу спот.

Курсы форвард и спот

- При прямой котировке, если X_s - курс спот, а X_f - курс форвард, то $X_f = X_s \times (1 + pm)$ или $X_f = X_s \times (1 - dis)$.
- При косвенной котировке, если Y_s - курс спот, а Y_f - курс форвард, то $Y_f = Y_s / (1 - pm)$ или $Y_f = Y_s / (1 + dis)$.

Например

- если в России курс спот доллара США равен 29 рублям за 1 доллар США, а 6-месячный форвардный курс - 32 рубля за 1 доллар США, то можно говорить, что доллар США котируется на российском форвардном рынке с премией. Размер премии исчисляется в процентах годовых:
 - $(32/29 - 1) \times 100\% \times 12/6 = 20,69 \%$

теория ожидания валютных курсов

- Курсы форвард признаются аналитиками лучшим рыночным показателем будущих курсов спот.
- Таким образом, если $E(X_s')$ или $E(E(Y_s'))$ - сделанный в базовую дату прогноз курса спот на дату, соответствующую сроку форвардного контракта, то соответственно при прямой и косвенной котировке:

$$X_f / X_s = E(X_s') / X_s \quad \text{или} \quad X_f = E(X_s')$$

$$Y_f / Y_s = E(Y_s') / Y_s \quad \text{или} \quad Y_f = E(Y_s')$$

Концепция

паритета процентных ставок

- разработаны американским ученым начала XX в. Ирвингом Фишером в работе «Теория процента».

Исследованию соотношений между процентными ставками и ценами посвящены его работы "The Rate of Interest" (NY, McMillan, 1907), "The Nature of Capital and Income" (NY, McMillan, 1912) и "The Theory of Interest" (NY, McMillan, 1912).



модели международного валютного рынка

$$\frac{1 + nd}{1 + nf} = \frac{Xf}{Xs} = \frac{1 + E(id)}{1 + E(if)} = \frac{E(Xs)}{Xs}$$

Анализ соотношении позволяет:

- проверить действительность гипотезы непокрытого паритета процентных ставок;
- определить премию за риск по финансовым активам;
- изучить степень финансовой открытости экономики страны и международного валютного рынка;
- выяснить эластичность валютного курса по процентным ставкам.

международный (или открытый) эффект Фишера

- nf - номинальная процентная ставка по вкладам в иностранной валюте,
- nd - номинальная процентная ставка по вкладам в национальной валюте,
- $E(if)$ - ожидаемое изменение уровня цен в иностранной валюте,
- $E(id)$ - ожидаемое изменение уровня цен в национальной валюте.

$$\frac{1 + nf}{1 + nd} = \frac{1 + E(if)}{1 + E(id)}$$

Вывод вышеприведенной формулы основывается на том, что:

1. реальная доходность (затратность) размещения (привлечения) денежных средств рассчитывается как

$$\frac{1 + n}{1 + E(i)} - 1$$

- где n - номинальная процентная ставка, а $E(i)$ - ожидаемый индекс цен в соответствующей валюте;
2. в условиях экономической свободы, когда инвесторы вправе самостоятельно определять, в какой валюте следует размещать (привлекать) денежные средства, реальная доходность (затратность) такого размещения (привлечения) не зависит от выбора валюты.

Пример:

- если в 6-месячном периоде прогнозируемый рост цен в долларах США составляет 1.5%, то при ставке по вкладам в долларах США на тот же период, равной 15 % годовых, и ставке по вкладам в рублях на тот же период, равной 48 % годовых, следует ожидать роста цен в рублях на 17.08 %:

$$[1.015 \times (1+0,48/2)/(1+0,15/2)-1] \times 100 \%$$

- Если инвестор намерен разместить A единиц национальной валюты в депозит под nd процентов годовых, то по окончании срока депозита он получит $A \times (1 + nd)$ единиц национальной валюты.
- Если же он покупает иностранную валюту по курсу спот, равному X_s единиц национальной валюты за 1 ед. иностранной валюты (прямая котировка), он получает A/X_s — единиц иностранной валюты. Разместив полученную иностранную валюту в депозит под nf процентов годовых, он получит в конце срока депозита $A/X_s \times (1 + nf)$ единиц иностранной валюты. Одновременно с размещением средств в депозит банк заключает форвардную сделку продажи $A/X_s \times (1 + nf)$ единиц иностранной валюты по курсу, установленному на срок, соответствующий сроку депозита.
- Предположим, что этот курс равен xf единиц национальной валюты за 1 единицу иностранной валюты. Тогда сумма национальной валюты, вырученной инвестором при закрытии депозита, составит

$$A/X_s \times (1 + nf) \times Xf.$$

- $A \times (1+nd) = A/Xs \times (1 + nf) \times Xf$
- Разделив обе части уравнения на $A \times (1 + nf)$, получаем пропорцию:

$$\frac{1 + nd}{1 + nf} = \frac{Xf}{Xs}$$

Задача 4:

$$\frac{1 + nd}{1 + nf} = \frac{Xf}{Xs} = \frac{1 + E(id)}{1 + E(if)} = \frac{E(Xs)}{Xs}$$

- Допустим, имеется следующая представленная в таблице информация о валютных курсах доллара США и российского рубля, а также о размере годовых процентных ставок по вкладам в долларах США и рублях:

Показатель	3 мес.	6 мес.	1 год
Процентная ставка по вкладам в долларах США	14.5 %	15%	E
Процентная ставка по вкладам в российских рублях	45%	C	54.5 %
Курс форвард (рублей за 1 доллар США)	A	D	23.975
Премия по форвардным контрактам	B	30.7 %	F

- Курс спот составляет 18 рублей за 1 доллар США. Требуется заполнить таблицу

Решение:

- $A = 18 \times (1 + 0.45/4) / (1 + 0.145/4) = 19,324$;
- $B = [(1 + 0.45/4) / (1 + 0.145/4) - 1] \times 100 \times 4 = 29,43$;
- $C = [(1 + 0.307/2) \times (1 + 0.15/2) - 1] \times 100 \times 2 = 48$;
- $D = 18 \times (1 + 0.307/2) = 20.763$;
- $E = [1,545 \times 18 / 23,975 - 1] \times 100 = 16$;
- $F = [23,975 / 18 - 1] \times 100 = 33,19$.

Решение:

Показатель	3 мес.	6 мес.	1 год
Процентная ставка по вкладам в долларах США	14.5 %	15%	16%
Процентная ставка по вкладам в российских рублях	45%	48%	54.5 %
Курс форвард (рублей за 1 доллар США)	19.324	20.763	23.975
Премия по форвардным контрактам	29.43 %	30.7 %	33.19%

МОДЕЛИ МЕЖДУНАРОДНОГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА

$$\frac{1 + nd}{1 + nf} = \frac{Xf}{Xs} = \frac{1 + E(id)}{1 + E(if)} = \frac{E(Xs)}{Xs}$$

Задача 1:

- Если ожидается, что в ближайшие полгода цены в долларах США вырастут на 1.5%, а в рублях на 17.08%, то при текущем курсе, равном 29 рублям за 1 доллар США, можно спрогнозировать установление курса, приблизительно равного 33.45 руб. за 1 долл. США

$$(29 \times 1.1708 / 1.015).$$

Задача 2:

Ожидается, что в ближайшие 3 месяца цены в долларах США вырастут на 1,5%, а в рублях на 2%, то при текущем курсе, равном 29 рублям за 1 доллар США.

Спрогнозируйте установление курса руб. за 1 долл. США

$$E (Xs) = 29 \times 1,02/1,015 = \mathbf{29,14} \text{ руб. за 1 долл. США}$$

Задача 3:

Ожидается, что в ближайшие 5 месяцев курс рубля по отношению к доллару США снизится на 1%, а цены в долларах США возрастут на 2%. Как изменятся цены в рублях?

$29 \times 1,02 / 1,015 = \mathbf{29,14}$ руб. за 1 долл. США

$E(id) = (1,02 / 0,99 - 1) * 100 = 3,03\%$ т.е. возрастут на 3%

2.4. Признаки классификации и виды валютных курсов

Критерий	Виды валютного курса
Способ фиксации	Плавающий, фиксированный, привязанный
По виду сделки	Текущий — спот, срочный, своп-сделки
Способ установления	Официальный, рыночный
Отношение к паритету покупательной способности валют	Завышенный, заниженный, по паритету покупательной способности
Отношение к участникам сделки	Курс покупки, курс продажи
С учетом инфляции	Реальный, номинальный

Фиксированный режим валютного курса

- предполагает установление и поддержание пропорции обмена национальной валюты относительно валюты «якоря» и регулирование этого соотношения в зависимости от целей и задач валютной политики.

Например:

- курс, фиксированный к доллару США, поддерживали страны Латинской Америки (Аргентина, Венесуэлла, Барбадос и др.), Африки (Либерия, Нигерия), Литва, Туркменистан. Отдельные страны используют доллар наряду с национальной валютой: Панама — с 1998 г., Эквадор — с сентября 2000 г., с 1 мая 2001 г. — Гватемала (официальная долларизация).

коллективная фиксация

- основан на установлении соотношения между общей для ряда стран валютой и валютой одной из стран с развитой рыночной экономикой
- Например, курс восточнокарибского доллара использует ряд государств (Ангилья, Антигуа и Барбуда, Доминиканская Республика, Гренада, Монтсеррат, Сент-Киттс и Невис, Сент-Люсия и Сент-Винсент и Гренадины). Этот курс зафиксирован к доллару США.

Валютный коридор

- Модификацией стратегии целевой зоны является установление пределов колебания валютного курса, т.е. *валютного коридора*, который государство обязуется поддерживать. Такой режим валютного курса поддерживался в Чили с 1986 по 1992 г. по отношению к доллару, в Израиле с 1986 г. — по отношению к корзине валют, состоящих из валют стран — основных торговых партнеров, в России — с 1995 по 1998 г.

Система плавающего валютного курса

- наиболее приемлема для стран, которые способны поддерживать стабильность своей валюты без применения специальных валютных механизмов. Это, как правило, промышленно развитые страны и крупные развивающиеся страны, имеющие относительно развитые финансовые системы

Система плавающего валютного курса

- По статистике МВФ этот режим избрали примерно 50% стран — членов фонда. В число стран, которые осуществляют «свободное плавание валют» в 2011 г. входило 82 государства, среди которых США, Япония, Швейцария и др. В свободном плавании находится единая европейская валюта — евро.

2.5. Понятие конвертируемости валют

- Валюта считается *неконвертируемой*, если государство-эмитент ограничивает или запрещает ее обмен на иностранные валюты по текущим операциям платежного баланса.

- ст. VIII Устава МВФ и предусматривающее, что «ни одна страна — член не должна без одобрения Фонда устанавливать ограничения на платежи и переводы по текущим международным сделкам»

Валютные ограничения:

Цели введения	Основные направления	Принципы
<p>Выравнивание платежного баланса.</p> <p>Поддержание валютного курса.</p> <p>Концентрация валюты и валютных ценностей в руках государства</p>	<p>Регулирование международных платежей и переводов капиталов, репатриации экспортной выручки, прибылей движения золота, денежных знаков и ценных бумаг.</p> <p>Запрет свободной купли-продажи валюты.</p> <p>Концентрация валюты в руках государства</p>	<p>Централизация валютных операций в Центральном банке или в экспортно-импортных банках.</p> <p>Лицензирование валютных операций.</p> <p>Полное или частичное блокирование валютных счетов.</p> <p>Ограничение обратимости валют.</p> <p>Блокирование валютной выручки экспортеров на спец- счетах.</p> <p>Обязательная продажа выручки экспортеров на национальную валюту по зафиксированному курсу.</p> <p>Ограниченная продажа иностранной валюты импортерам.</p> <p>Ограничения на форвардные покупки импортерами инвалюты.</p> <p>Запрещение продажи товаров за рубежом на национальную валюту.</p> <p>Запрещение оплаты импорта некоторых товаров инвалютой.</p>

О роли рубля в международных расчетах

- <http://youtu.be/z1FtqERaytE>

2.6. Влияние валютного курса на международные экономические и валютно-кредитные отношения

- При снижении курса национальной валюты, если нет противодействующих факторов, экспортеры или получают экспортную премию при обмене вырученной иностранной валюты, которая подорожала, на подешевевшую национальную валюту, или имеют возможность продавать товары по ценам ниже среднемировых.

2.6. Влияние валютного курса на международные экономические и валютно-кредитные отношения

- При повышении курса национальной валюты внутренние цены становятся менее конкурентоспособными, эффективность экспорта падает, что может привести к стагнации экспортных отраслей национального производства. Импорт, наоборот, расширяется.