

2 Валутни пазари

Цените във всяка страна се определят в единици валута, която може да бъде валутата, емитирана от централната банка на страната, или друга, в която населението предпочита да сключва сделки. Стойността на самата валута обаче може да се измери с помощта на сравнение с външен фактор. Това сравнение, което е курсът на валутата, е фундаменталната цена във всяка страна. За измерване на стойността на определена валута най-често се използва съотнасянето ѝ към други валути. Ролята на валутните пазари се състои в определяне на относителната стойност на различните валути.

Валутните пазари са основа на всички други финансови пазари. Те оказват пряко влияние върху формите на външна търговия на всяка страна, определят потоците на международното финансиране и влияят върху равнището на вътрешните лихвени проценти и на инфлацията. Валутните курсове действат във всяко кътче на света и засягат абсолютно всички валути. Разгледани като колективен фактор, те формират до голяма степен най-крупния финансов пазар. Всеки ден в света се извършват около 150 000 валутни сделки със среднодневен обем 1,2 трилиона щ. д.

Валутната търговия датира още от древността. Тя е процъфтявала или замирала в зависимост от състоянието на международната търговия и на паричните потребности в даден момент. През Средновековието през границите на европейските графства и кралства свободно преминавали монети, сечени от злато или сребро, а търговците на валута осигурявали на останалите търговци определен вид монети срещу друг, с което разсейвали опасенията им, че непознатите за тях монети може да съдържат по-малко количество ценен метал, отколкото твърдели техните приетелители. Към края на XIV век италианските банкери сконтирали полици, издадени от купувача или продавача във всякаква валута, като размерът на сконтовия процент отразявал преценката им за относителната стойност на една парична единица спрямо друга. Това оказало много по-силно въздействие за разширяване

на международната търговия, отколкото ако търговските партньори трябвало да разменят един кораб със стоки срещу друг или всяка доставка на стоки срещу физически количества благороден метал.

Въпреки това покупко-продажбите на валута си оставали незначителна част от финансовата дейност. Когато през XVIII век масово започват да се използват банкноти, тяхната стойност също се определя от количеството злато или сребро, което правителството обещава да заплати на приносителя им. Тъй като това количество се променяло рядко, за фирмите и инвеститорите съществувал минимален риск от значително намаляване на печалбата им в резултат на движение на валутните курсове. Необходимостта от търговия с чуждестранна валута била малка, освен във връзка с определена специфична сделка, като например продажби в чужбина или закупуване на чуждестранна компания.

Дори и след 20-те и 30-те години на миналия век, когато страните с най-развита икономика престанаха да обвързват националните валути със златото, се полагаха усилия за поддържане на стабилни валутни курсове. Новите валутни споразумения, сключени в края на Втората световна война, известни като Бретън Уудската система по името на американския курорт, където бяха договорени, също се основаваха на фиксирани съотношения. Към края на 60-те години тези споразумения започнаха да се разпадат, докато през 1972 г. правителствата на водещите в икономическо отношение страни се договориха да оставят движението на валутните курсове на въздействието на пазарните сили. Възникналата във връзка с това несигурност за равнището на курсовете доведе до колосално разрастване на търговията с валута.

От края на 90-те години на миналия век обемът на покупко-продажбите на валута бележи спадане по две причини от принципен характер. Първо, въвеждането на еврото като колективна валута на 12 европейски страни премахна всякакъв вид дейност на валутния пазар, свързана с националните валути на тези страни. Второ, консолидацията на банковата индустрия в световен мащаб съкрати значително броя на фирмите със значимо присъствие на пазара.

Начини на покупко-продажба на валута

Валутните пазари се състоят от четири отделни пазара, които функционират отделно, но в същото време са силно свързани помежду си.

Пазар на сделки „spot“

На пазара на сделките „spot“ се търгуват валути с незабавна доставка. Покупката на чуждестранна валута от страна на турист е сделка в рамките на пазара на операциите „spot“, каквато е също и незабавната размяна на постъпления от експортна сделка срещу местна валута. Големи сделки „spot“ между финансови институции, валутни дилъри и големи компании се уреждат главно по телефона, макар че електронните посреднически услуги вече придобиха значителен дял. Фактическата размяна на двете валути се извършва чрез банковата система и обикновено се приключва в рамките на два дни след постигане на договореността. Някои валутни сделки, например за превръщане на щатски долари в канадски, се осъществяват по-бързо. Операции „spot“ за малки суми често се извършват в същия момент, когато сарафитите разменят местна валута на физическо лице срещу долари или евро.

Пазар на фючърни сделки

Пазарите на фючъри позволяват на участниците да фиксират определен валутен курс за определени дати в бъдеще чрез покупка или продажба на фючърен договор. Така американска компания, която очаква да получи 10 млн. швейцарски франка, може да закупи фючърни договори в швейцарски франкове на Чикагската търговска борса (*Chicago Mercantile Exchange – CME*). Това на практика ще гарантира, че франковете, които компанията получава, могат да бъдат конвертирани в долари по договорения курс. По такъв начин компанията се застрахова срещу риск от понижение на курса на швейцарския франк към долара, преди да е получила вземането си. Сроктът на действие на най-търгуваните валутни фючърни договори обаче изтича само веднъж на всяко

тримесечие. В случай, че държателят на такъв договор не получи валутното си вземане точно в деня на изтичане на срока на договора, той рискува да понесе последствията от изменение на валутния курс, настъпило между датата, на която получава вземането си, и датата на изтичане на срока на договора. (Пазарите на фючърни сделки са разгледани в глава 8).

Пазар на опции

На пазарите на опции се извършва сравнително малък обем покупко-продажби на валута. Валутните опции, които бяха въведени за пръв път от борсите през 1982 г., дават право на държателя (но не го задължават) да придобие или продаде чуждестранна валута или валутни фючъри по определена цена през определен период от време. (Опционните договори са разгледани в глава 9).

Пазар на деривати

Понастоящем преобладаваща част от валутната търговия заема пазарът на деривати. В технически план понятието „деривати“ включва голям брой финансови инструменти, включително опции и фючъри. Според общоприетото определение обаче те представляват инструменти, които не са обект на покупко-продажба на организирани борси. Ще отбележим следните от тях:

- **Договори „форуърд“.** Те са споразумения, подобни на фючърните договори, в които е уговорена продажба на определена сума валута по определен валутен курс на договорена дата. За разлика от фючърните договори обаче, форуърдните сделки се сключват пряко между дилъра и неговия клиент. Те предоставят възможност за по-голяма гъвкавост, тъй като могат да се договарят за точните суми и срокове, необходими на клиента.
- **Валутен суоп.** При него се уговаря продажба или покупка на определена сума валута в даден ден и последваща покупка или продажба на същата сума на бъдеща дата, като и двете дати се определят при предприемането на операцията. Валутните суопови транзакции заемат около

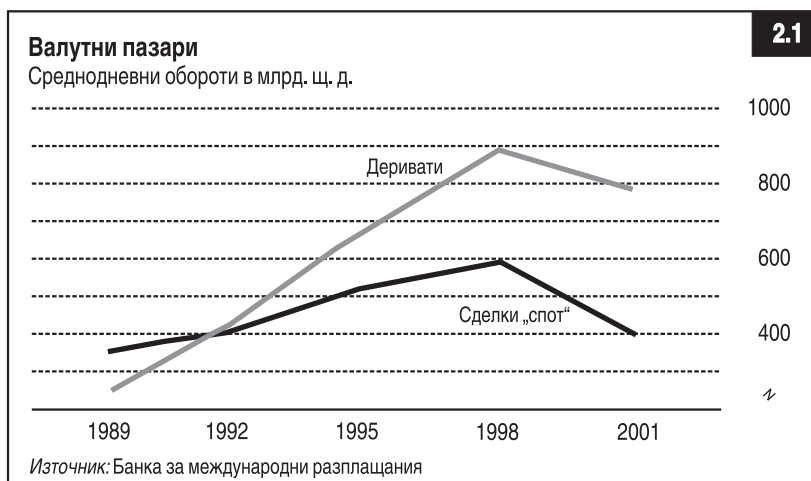
56% от всички валутни сделки. Обикновено те са с краткосрочен характер, като продължителността на срока им е до една седмица.

- **Споразумения за форуърден лихвен процент.** Те позволяват на двете страни да извършат размяна на задължения по дължими лихви като, ако задълженията са в различни валути, към споразумението се включва и курсов компонент.
- **Барьерни опции и „яки“.** Това са деривати, посредством които се намалява валутният риск за техния държател.

Въпреки че мащабното търгуване на деривати е ново явление, то измести пазара на сделките „спот“ като най-разпространена форма на валутна търговия, както е показано на фигура 2.1. (Дериватите са разгледани в глава 9 по-нататък.)

Валутни и свързани с тях пазари

Търговията с валута в повечето случаи е тясно свързана с покупко-продажба на ценни книжа, предимно облигации и инструменти на паричния пазар. Когато един инвеститор смята, че курсът на дадена валута ще се повиши, той няма интерес да дър-



жи тази валута в брой, тъй като така няма да спечели от покачването на курса ѝ. Вместо това той ще закупи валутата, ще я инвестира във високоликвидни доходносни активи, които после ще продаде срещу заплащане в брой точно в момента, когато желае да продаде самата валута.

Целеви операции или ливъридж

Инвеститорите често увеличават експозицията си в определена валута, без да се налага да влягат допълнителни суми. Това се постига чрез допълнителен ливъридж или целеви операции. Най-простият начин, по който инвеститорите на валутния пазар се снабдяват с допълнителни средства, е чрез теглене на паричен заем за покупка на допълнителна сума чуждестранна валута. Такива операции с цел ливъридж на сделки „spot“ обикновено се оказват неизгодни, тъй като размерът на лихвата по заетите средства може да превиши печалбата на инвеститора от промяна на валутния курс. Фючърните договори и опциите дават възможност за по-мощни спекулации с движението на валутните курсове, отколкото позволява размерът на техните собствени налични средства. Големите компании и институционните инвеститори могат да заемат много големи ливъридж-позиции на пазара на дериватите, които ще доведат до огромни печалби в случай на изменение на курса между две валути в очакваната посока, но и до огромни загуби в противен случай.

Участници

Лицата, вземащи участие в дейността на валутните пазари, могат да бъдат разделени на следните четири категории:

Износители и вносители

Фирмите, които извършват международна дейност, трябва да плащат на доставчиците и служителите си в местната валута на всяка страна, където са представени, и могат да получават плащания от клиенти в различни страни. Накрая те ще превърнат валутните си постъпления в своята национална валута. В исторически

план основна цел на търговията с валута е била обслужването на международната търговия и пътуванията в чужбина. В по-ново време обаче обемът на валутните сделки е много по-голям от този на търговията със стоки и услуги.

Инвеститори

Много фирми притежават съоръжения, имат имущество или купуват компании в други страни. Всички тези видове дейност, известни като преки чуждестранни инвестиции, налагат на инвеститора да приема валутата на чужда страна. Още по-крупни суми се влагат в международни портфейлни инвестиции, като например покупка на облигации, акции или други видове ценни книжа, изразени в чуждестранна валута. Инвеститорът трябва да излезе на валутния пазар, за да набави валутата, необходима му за покупки в чужбина, за превръщане на приходите от чуждестранните си инвестиции в национална валута, както и при прекратяване на свои инвестиции и репатриране на капитала си.

Спекуланти

Спекулантите купуват и продават валута единствено с цел печалба от очакваните промени на валутните курсове, без да предприемат други видове сделки, за които безусловно е необходима чуждестранна валута. Валутните спекулации често се комбинират със спекулации с краткосрочни финансови инструменти, като например съкровищни бонове. Най-големи спекулативни сделки извършват големите и инвестиционните банки, като почти всички използват за тази цел собствени парични средства (а не със средства на свои клиенти), както и хеджиращи и други видове инвестиционни фондове.

Правителства

Държавната хазна или централната банка може да извършва валутни сделки с цел оказване на влияние върху валутните курсове. Целенасочените действия на едно правителство за изменение на курса между две валути чрез покупки на едната и продаж-

би на другата се нарича интервенция. Обемът на валутната интервенция може да бъде твърде различен по страни и време, като зависи главно от начина, по който правителството е решило да управлява своите валутни операции.

Места на концентрация на валутната търговия

Валутните пазари нямат отделно физическо местоположение. По-голямата част от търговията се извършва на междубанковите пазари между финансовите институции от различни страни. По-рано сделките се осъществяваха главно чрез телефонни разговори между дилърите, докато напоследък бързо нараства търговията чрез компютърни системи. Според Банката за международни разплащания около 50-70% от всички валутни сделки през 2001 г. са сключени по електронен път срещу по-малко от 10% през 1995 г.

Въпреки юридическата и техническата възможност за валутна търговия от всяко място, повечето банки извършват операциите „spot“ в центровете, където са разположени и други финансови пазари. През последното десетилетие като най-голям такъв център се оформи Лондон, докато Ню Йорк е много по-назад в тази класация. Токио, който някога се съревноваваше с Лондон и Ню Йорк като един от центровете за търговия с валута, сега е изостанал далече зад тях.

В таблица 2.1 са посочени най-големите национални пазари за търговия с традиционните валутни продукти, включително сделките „spot“ и обикновените видове валутни деривати. Среднодневният обем на оборотите, показан в таблица 2.1, значително превишава обема на операциите „spot“ от фигура 2.1, тъй като някои от инструментите, считани за традиционни, могат да бъдат категоризирани като деривати.

Картината на търговията с валутни фючъри е доста по-различна. Те бяха въведени за пръв път на СМЕ. Почти цялата търговия с тях сега се извършва или там, или на Бразилската борса в Сао Пауло. На главните борси в рамките на Европейския съюз те не се търгуват, а обемът им в Япония е малък. Много други борси извър-

ршват покупко-продажби на валутни фючърни договори, които обикновено се основават на курса между местната валута и долара, еврото или йената. Търгуваните обеми по повечето такива договори обаче са изключително малки.

През 1995 г. световната търговия с валутни фючъри отбеляза върхово равнище от 99,6 млн. договора. Оттогава тя е намаляла значително, защото инвеститорите преместиха вниманието си върху деривати, които не се търгуват на борсите, включително форуърдните и суоповите операции. През 2001 г. са сключени около 42 млн. договора. На таблица 2.2 са показани най-големите валутни фючърни договори.

Таблица 2.1 Географско разпределение на традиционната валутна търговия^a

	Април 1989		Април 1998		Април 2001	
	Среднодневни обороти (\$ млрд.)	%	Среднодневни обороти (\$ млрд.)	%	Среднодневни обороти (\$ млрд.)	%
Великобритания	184,0	26	637,3	32	504	31,1
САЩ	115,2	16	350,9	18	254	15,7
Япония	110,8	15	148,6	8	147	9,1
Сингапур	55,0	8	139,0	7	101	6,2
Германия	н.г.	н.г.	94,3	5	88	5,4
Швейцария	56,0	8	81,7	4	71	4,4
Хонгконг	48,8	7	78,6	4	67	4,1
Австралия	28,9	4	46,6	2	52	3,2
Франция	23,2	3	71,9	4	48	3,0
Канада	15,0	2	37,0	2	42	2,6

^a Традиционните продукти включват сделки „спот„ и „форуърд„ и валутен суоп.

Източник: Банка за международни разплащания

Таблица 2.2 Най-големи фючърни договори за валутни курсове през 2001 г.

Договори	Борса	Брой
щатски долари	Bolsa de Mercadorias & Futuros, Бразилия	17 576 468
японски йени	CME	4 552 599
швейцарски франкове	CME	2 901 939
евро	CME	5 898 429
английски лири	CME	2 078 824
канадски долари	CME	2 951 580
мексикански песо	CME	1 059 327

Източник: Борсови отчети

Подобно на фючърите, основаващи се на валутния курс, валутните опции са популярни главно в САЩ и Бразилия. Най-големите борси на валутни опции са CME, *Bolsa de Mercadorias & Futuros* и Филадельфийската фондова борса. На редица други борси също се търгуват валутни опции. В повечето случаи договорите се основават на разменния курс между местната валута и долара, но се използва също и йената, еврото и английската лира. Общият световен обем на операциите достигна най-високо равнище през 1996 г., когато техният брой възлезе на 26,3 млн. През 2001 г. бе регистрирана едва една трета от този обем. Очаква се, че опциите ще изгубят още повече своето значение, тъй като инвеститорите изместват вниманието си от борсовите инструменти към деривати за преки сделки, които могат да бъдат пригодени по-точно към нуждите на всеки отделен инвеститор.

Търговията с валутни опции за преки сделки също намалява. Пазарната стойност на неприключените опции от този вид през септември 2001 г. беше едва 35 млрд. щ. д. в сравнение с 96 млрд. щ. д. през 1998 г. Според едно проучване, проведено през 2001 г., най-големият център на такава дейност е била Великобритания с 36% пазарен дял, следвана от САЩ и Германия; ролята на Япония като център на търговия с валутни деривати е намаляла.

Таблица 2.3 Традиционни сделки с валута по видове валути^а през април 2001 г.

	% от среднодневните обороти ^б
щатски долари	45.2
евро	18.6
японски йени	11.9
английски лири	6.6
швейцарски франкове	3.1
канадски долари	2.3
австралийски долари	2.1
шведски крони	1.3
хонгконски долари	1.2

^а Традиционни са сделките „спот“, „форуърд“, и валутният суоп.

^б Публикуваните данни отчитат сделките двойно; данните в таблицата представяват половината от официално публикуваните.

Източник: Банка за международни разплащания

Предпочитани валути

Най-търгуваната на традиционния пазар валута е щатският долар, който заема 40-45% от целия обем на сделките „спот“ от времето на първото цялостно изследване, проведено през 1989 г., и досега. На таблица 2.3 са показани най-често търгуваните валути като дял в общата търговия през април 2001 г., когато централните банки проведоха последното проучване на валутната търговия. Най-често срещаната размяна – тази на долари и евро, заема 30% от дейността на валутните пазари, а на търговията долар/йена се падат 20%.

В областта на сделките с деривати доларът поддържа по-силни позиции, отколкото при операциите „спот“. Около 28% от всички преки валутни деривати, търгувани през 2001 г., са включвали долара и японската йена, а 26% – долара и еврото. Дериватите евро/йена са заемали около 9% от общата търговия с валутни деривати, докато сделките евро/английска лира са били само 2%.

Лондон е необичайно явление като център на валутната търговия, тъй като английската лира играе сравнително второстепенна роля на пазара. Само 12% от търговията, извършена в Лондон през април 2001 г., е била с английски лири, докато почти половината от нея е заемал доларът, и 20% – еврото. На долара се падат 81% от сделките с валутни деривати, осъществявани в Лондон. Основните валути, предмет на търговия на лондонския пазар на сделки „спот“ и „форуърд“, са изброени в таблица 2.4.

Търговията с валутите на развиващите се пазарни икономики сега заема по-значително място в дейността на пазара в Лондон, но все още представлява много малък дял от общите дневни обороти. Почти всички търгувани обеми са операции между долара и валутите на страните от Източна Европа, Азия и Латинска Америка.

Местоположението и композицията на търговията с валута се измениха съществено с въвеждането през януари 1999 г. на еврото като единна европейска валута. Обемът на търговията в много европейски центрове, например в Париж, Брюксел и Рим, също бележи драматично спадане вследствие на това. Създаване-

Таблица 2.4 Развитие на пазара в Лондон, дял на операциите „спот, и „форуърд“, (%)

	1989	1992	1995	1998	2001
Долар/г. марка	22	24	22	22	...
Долар/евро	...	...	...	...	34
Англ. лира/долар	27	17	11	14	20
Долар/їена	15	12	17	13	15
Долар/шв. франк	10	6	5	6	5
Долар/итал. лира	2	n.g.	3	6	...
Долар/френски франк	2	3	5	5	...
Англ. лира/г. марка	3	5	3	3	...
Англ. лира/евро	...	...	...	...	3

Източник: Bank of England

то на еврото съкрати и обема на търговията с щатски долари, тъй като преди това много покупко-продажби между по-малките европейски страни се осъществяваха чрез суопови покупки и последващи продажби на долари; понастоящем за операциите между фирмите в страните от еврозоната вече не е необходима такава сложна организация. В същото време се увеличи търговията с някои второстепенни валути, като тези на Канада, Австралия и скандинавските страни.

Изпълнение на сделката

След като страните се споразумеят за извършване на покупко-продажба на определени валути, те трябва да организират фактическата им размяна, която е позната под понятието „сетълмънт“. При покупко-продажба на дребно сетълмънтът е прост и се извършва веднага: едната страна по сделката подава банкноти в мексикански песо през гишето на обменното бюро, срещу които получава 20-доларови банкноти. Сетълмънтът на сделки с опции и фючъри се извършва от собствената клирингова къща на борсата, така че за участниците няма риск от неизпълнение на задълженията на другата страна.

Друг е въпросът обаче при големите сделки „spot“ и покупко-продажбите на деривати. Когато двете страни са се договорили за извършване на сделката, те дават нареждане на банките за превеждане на необходимите суми. Всяка голяма банка е член на една или повече клирингови организации. Тези институции, някои от които са държавни, а други са съвместно участие на банкови групировки, работят по правила, чиято цел е изпълнение на задълженията на всяка банка. Това обаче не може да бъде напълно гарантирано. Общият размер на големите неприключени към даден момент валутни операции на една голяма банка (т.е. брутните ѝ позиции) може да възлиза на сума, многократно превишаваща нейния капитал. Нетните позиции, които се формират чрез приспадане на очакваните постъпления от сумата на очакваните плащания, винаги са с много по-малък размер. Ако обаче тези сделки не бъдат уредени своевременно и изцяло, банката неочаквано би била изправена пред сериозни затруднения.

падне процентът на инфлацията. Резултатът не е еднозначен, защото очакванията на различните инвеститори за бъдещото развитие на инфлацията не са еднакви. Ако например един инвеститор би могъл да „закове“ лихвения процент за настъпващата година на 5 на сто при заложено повишение на цените с 2%, той ще очаква да получи реален лихвен процент в размер на 3 на сто.

Покрит лихвен арбитраж

Механизмът, чрез който реалните лихвени проценти оказват влияние върху валутните курсове, се нарича покрит лихвен арбитраж. За да разберем какво представлява той, нека приемем, че инвеститор от Великобритания желае да инвестира безрисково 100 англ. лири за една година и може да направи това без разходи за обслужване на сделката. Една от възможностите е да закупи едногодишни английски държавни облигации. Алтернатива на горното е да превърне своите 100 лири в чуждестранна валута, след което да закупи чуждестранни едногодишни валутни държавни облигации, и в края на годината да обмени получените приходи отново в английски лири. При кой от двата начина инвеститорът ще спечели повече? Това зависи от курса на сделките „спот“, от равнището на лихвените проценти по депозитите в английски лири и в чуждестранна валута, от очакваното равнище на инфлацията и от курса по 12-месечните сделки „форуърд“.

Да вземем следния прост пример: приемаме, че лихвеният процент във Великобритания е 5%, а в САЩ – 7%; валутният курс за операции „спот“ е 1 англ. лира = 1,60 щ. д., и валутният курс за едногодишни сделки „форуърд“ е 1 англ. лира = 1,61 щ. д. С оглед по-голяма яснота приемаме също, че инвеститорът очаква нулева инфлация и в двете страни. Тогава той има следните възможности:

Инвестиция във Великобритания

Пълвоначален капитал = 100 англ. лири

Лихвен процент по англ. лири = 5%

Капитал след 1 година = 105,50 англ. лири

Инвестиция в САЩ

Пълвоначален капитал = 100 англ. лири x
1,60 щ.д. за 1 англ. лира = 160,00 щ.д.

Лихвен процент по щ.д. = 7%

Капитал след 1 година = 171,20 щ.д.

171,20 щ.д. x 1 англ. лира за 1,61 щ.д. =

= 106,34 англ. лири

При такава комбинация между валутните курсове, при очакваното равнище на инфлацията и на лихвените проценти инвеститорът със сигурност ще получи по-висока печалба от покупка на американски облигации, отколкото на английски. Рискът при покупка на американски облигации не е по-висок от този при закупуване на английски, тъй като инвеститорът може да закупи договор за операция „форуърд“, който му дава право точно след една година да конвертира 171,20 долара в английски лири по курс 1 англ. л. = 1,61 щ. д. Така движението на валутните курсове през този период е без значение за него.

Покрит лихвен паритет

Тази възможност за гарантирана печалба обаче е мимолетна. Много инвеститори, чиито компютри непрекъснато сканират пазарите в търсене на ценови аномалии, ще забележат тази необичайна възможност. Поради това, че всички ще продават лири срещу долари на база „spot“ и долари срещу лири на база „форуърд“, за да инвестират в САЩ, вместо във Великобритания, курсът на английската лира за сделки „spot“ ще се понижи, а този за сделки „форуърд“ ще се повиши. В резултат на това пазарните сили могат да доведат курса лира/долар за операции „spot“ до 1 англ. л. = 1,59 щ. д., а за едногодишен „форуърд“ – до над 1,62 щ. д. = 1 англ. л. При такова равнище на курсовете инвеститорите ще спрат да разменят английски лири срещу щатски долари за инвестиции в САЩ, тъй като възвръщаемостта и на двете инвестиции за срок от една година ще бъде еднаква. В този случай двете валути ще са достигнали паритет на интереса към тях.

Разбира се, в реалния свят пазарните лихвени проценти и очакванията за развитието на инфлацията във всички страни се променят поне малко всеки ден. За участници в пазара, разполагащи със стотици милиони долари за инвестиране, и най-незначителната промяна може да създаде изгодни условия за лихвен арбитраж дори в рамките само на един ден. Техният стремеж към получаване на най-високата възможна възвръщаемост неизбежно тласка валутните курсове към покрития лихвен паритет.