

Финансовый бестселлер Продано более 60 000 экземпляров

Эрик Найман

МАЛАЯ ЭНЦИКЛОПЕДИЯ ТРЕЙДЕРА

11-е издание



Эрик Найман

Малая энциклопедия трейдера

«Альпина Диджитал»

2008

Найман Э.

Малая энциклопедия трейдера / Э. Найман — «Альпина Диджитал», 2008

Эта книга стала настольным пособием для многих трейдеров. Секрет ее популярности прост: здесь собрано все, что необходимо для успешной торговли на финансовых рынках. В обновленном издании книги автор не только дает рекомендации по использованию финансовых инструментов, но и анализирует современное состояние рынка капитала. С помощью этой книги читатель сможет разобраться, почему изменяются валютные котировки и стоимость акций и что нужно для успешного инвестирования, какова роль фундаментального анализа и для чего нужен технический анализ. Автор рассказывает о психологии участников рынка, о трейдинге и управлении рисками, а также о том, какие преимущества дают эти знания в реальной торговле. Энциклопедия предназначена для частных инвесторов и специалистов, работающих на финансовых рынках, сотрудников инвестиционных компаний и банков, а также для тех, кто стремится найти пути приумножения своих средств. Книга может использоваться как учебное пособие студентами экономических специальностей.

© Найман Э., 2008

© Альпина Диджитал, 2008

Содержание

Предисловие	6
Введение	7
1. Фундаментальный анализ	9
1.1. Валютный рынок	13
1.1.1. Спот-операции	19
1.1.2. Форвардные операции	25
1.1.3. Операции с фьючерсами и опционами	26
1.1.4. Субъекты валютного рынка	27
1.1.5. История становления валютного рынка	47
Основные исторические вехи становления и развития современного валютного рынка	48
1.2. Фондовый рынок	63
1.3. Причины и следствия	69
Новости случайные и неожиданные	69
Новости планируемые и ожидаемые	70
1.4. Политики и экономика	77
Обменный курс национальной валюты	78
Учетная ставка	79
Инфляция	79
Безработица	79
Бюджетный дефицит	80
Платежный баланс	80
Конец ознакомительного фрагмента.	82

Эрик Найман

Малая энциклопедия трейдера

Издано при содействии [Международного Финансового Холдинга FIBO Group, Ltd.](#)

Редактор *М. Савина*

Технический редактор *Н. Лисицына*

Корректоры *О. Ильинская, Е. Аксенова*

Компьютерная верстка *С. Соколов*

Художник обложки *А. Мищенко*

Издано при содействии Международного Финансового Холдинга FIBO Group, Ltd.

© Найман Э., 2004, 2008, с изменениями

© ООО «Альпина Бизнес Букс», 2008

Все права защищены. Никакая часть электронной версии этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для частного и публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав.

* * *

*Никто никому не должен верить как Господу Богу или Его пророку.
Достаточно просто слушать человека, который заставляет думать.*

Питер Оппенгеймер,
английский экономист

Эта книга предназначена для людей, которые знакомы с общими принципами работы и понятиями биржевого и внебиржевого рынков валют, ценных бумаг и биржевых товаров

Предисловие

Рынки растут и падают, завораживают и разочаровывают, обогащают и разоряют. Это вам не какой-то дешевый и скучный провинциальный театр, где вы сидите и с нетерпением ждете окончания затхлой пьесы – когда же это действие закончится.

Рынок – словно лакмусовая бумажка для человеческих душ. Здесь каждый из нас проявляется тем, кто он на самом деле. Трусу больше не удастся спрятаться за более смелыми товарищами. Жадный доводит до апофеоза свою гипертрофированную жажду «хочу-всего-и-сразу», пытаюсь подмять под себя рынок, а в итоге оказывается у разбитого корыта.

Как под увеличительным стеклом, в условиях реального стресс-трейдинга проявляются в максимальном приближении все наши недостатки и достоинства. Понты и гламурные фишки остаются за дверью.

Не так давно, всего 10 лет назад, интернет-трейдинг был экзотической услугой, CFD не существовало, мобильными телефонами пользовались только состоятельные граждане. Помню свои первые сделки и ордера – по телефону и факсу с документальным подтверждением только на следующий день. Многие индикаторы технического анализа приходилось самостоятельно рассчитывать на компьютере. Сегодня технологические трудности позади. Торговля стала легким делом. Существенно более дешевым и доступным обычным людям. И это ваш шанс заработать!

Имеет ли мелкий частный инвестор шанс на успех? Однозначно – да! Но именно шанс, который нужно умело использовать. Рынок подобен безбрежному океану, в котором путешественника подстерегают многие опасности. Тут и пираты, и морские чудовища, и неконтролируемая природная стихия. Современные попытки частных инвесторов заработать на рыночных спекуляциях напоминают страсть первооткрывателей пересечь океан и открыть путь в баснословно богатые Индию и Китай.

Поможет ли эта книга добиться успеха в трейдинге? Не буду гарантировать, но искренне на это надеюсь. Надеюсь, так как вот уже почти десять лет Малая энциклопедия трейдера держится в списке российских бестселлеров по трейдингу. Согласитесь, если десятки, а может быть, и сотни тысяч людей с пользой ее применяют все эти годы, то уж кому-то она помогла.

И тем не менее многое, если не все, зависит от вас. Мы вместе рассмотрим все важнейшие аспекты успешного трейдинга – от фундаментального и технического анализа до психологии и собственно способов прибыльной торговли. Моя задача – для начала помочь вам удержаться от разорения, а затем войти в число действительно успешных трейдеров. Ведь большинство новичков разоряются в первый же год торговли. Уверен – мои знания и ваши способности и терпение дадут вам реальный шанс получить финансовую свободу.

*Эрик Найман
Февраль 2008 г.*

Введение

Инвестирование свободных денежных средств преследует получение *максимальной доходности* при соответствующей *надежности*. Спекуляции на валютном и фондовом рынках к надежным операциям отнести трудно. Но они могут обеспечить самую высокую доходность из всех легальных видов деятельности. Если же денежные средства не инвестировать, то они имеют инфляционное свойство со временем исчезать. Поэтому вам придется или работать с деньгами, или попрощаться с ними.

Главная цель этой книги – помочь вам заработать и сохранить, а не потерять ваши деньги. Даже если вы минимизируете убытки, стабильно высокая доходность вам гарантирована.

Перед прочтением книги прежде всего проверьтесь на «трейдеризм». *Трейдеризм* – не смертельная, но неизлечимая болезнь профессионального спекулянта-трейдера; выражается в получении особого удовольствия от торговли «воздухом». Проверять вы будете себя сами и сами же станете себя оценивать. Вполне анонимно.

Делается это так. Сначала проверьте себя на *азартность*. Пойдите в казино и играйте, пока хватит сил и желания. Если вы выйдете оттуда, не заложив свою «вторую половину» и одежками хотя бы в нижнее белье, то можно считать, что первое испытание вы прошли с честью. Если же вы вообще не пошли в казино, то подумайте, нужна ли вам такая работа. Хотя я знаю немало успешных трейдеров, избегающих казино по той причине, что риска и адреналина им хватает на рабочем месте.

Далее проверьте свою *внимательность*. Возьмите любой самый простой предмет (стакан, тарелку, шариковую ручку и т. п.) и попытайтесь отметить любые отличия от стандартной формы. Таких отличий должно быть не меньше пяти. Если же вы найдете более десяти, то, возможно, вам стоит не торговать на рынке, а стать инвестиционным аналитиком.

Трейдера необходимо *логическое мышление*. Попробуйте найти взаимоотношение между войной в Персидском заливе и ростом цен на бензин в Европе, между падением преступности и праздничными днями и т. д.

И наконец, проверьте свои способности к *ожиданию* и свою *выдержку*. Пригласите на свидание девушку/парня, которую/ого вам придется ждать не меньше трех часов. Причем в последнем вы должны быть уверены. Если вы все-таки ее/его дождетесь, то можете приступить к профессиональным спекуляциям. Если в вашем окружении нет таких людей, то ждите общественный транспорт на остановке, развода мостов в Санкт-Петербурге или другого события, пока не привыкнете спокойно реагировать на долгое ожидание. Кстати, и удивляться любому, даже самому неожиданному событию, не стоит.

При взгляде со стороны финансовые рынки кажутся чрезвычайно сложным и запутанным лабиринтом. Поэтому то, что мы будем изучать, кратко можно назвать *путями лабиринта*. И после того как вы проберетесь через первые завалы собственных возможностей и слабостей, пора в него входить.

За первым поворотом после *вступления* на рынок мы попадаем в пределы основ *фундаментального анализа*. Несмотря на кажущуюся простоту его поворотов и выходов, мы никогда заранее не сможем сказать, к чему приведет тот или иной путь. Как нельзя дважды войти в одну и ту же реку, так нет и двух одинаковых следствий одной и той же фундаментальной причины, настолько их много. Успешно освоив хитрости и особенности фундаментального анализа, мы войдем в чертоги *анализа технического*. Последовательно проходя изгибы классического трендового анализа и анализа осцилляторов, вы познакомитесь с разновидностями статического и динамического технического анализа. Дополнительные возможности технического анализа кратко раскроются перед вами в виде специфического анализа и анализа индикаторов объема. После блужданий по коридорам технического анализа мы выйдем на тропу

трейдинга и управления рисками, которая укажет вам типичные мышеловки для трейдеров при применении полученных знаний в ходе практической работы с «живыми» деньгами. После знакомства с трейдингом вас ждет последний предел – *психология трейдинга*. Эта последняя ловушка лабиринта подстерегает каждого невнимательного путника на пути к деньгам и славе. Вот вроде бы только забрезжил свет неисчислимых богатств и «засветил» домик в Швейцарии, как, казалось бы, незначительное и ничем не объяснимое поведение рынка, а иногда и ваши собственные действия ввергают вас в пучину бед. Большинство трейдеров-неудачников заканчивают свою карьеру именно в этом пределе. А на выходе из лабиринта как награду успешно выжившим я предлагаю рассмотреть полезные аспекты практической деятельности.

Перед тем как приступить к изложению основной темы, напомним, что успех или неуспех в применении положений, описанных в этой книге, будет зависеть целиком от того, как вы относитесь к данному виду деятельности – как к работе, игре или средству получения «легких» денег.

1. Фундаментальный анализ

Наверняка вы читаете эту книгу не из праздного любопытства, а с целью заработать на спекуляциях и инвестициях – покупать дешево и продавать дорого. И я надеюсь помочь вам в этом.

Но что такое дешево и дорого? Как отличить простой булыжник от камня, скрывающего в себе алмаз? К сожалению, это не риторические вопросы. И ответ на них отражает опыт таких успешных инвесторов, как Уоррен Баффетт.

Человеческая жизнь представляется нам очень дорогой. Точно так считали и потерпевшие кораблекрушение, которые после многих дней плавания без еды и воды съели самого слабого. Все познается в сравнении. И цена тем более. Ценность жизни самого слабого приняли за самую низкую в сравнении с жизнью остальных в терпящей бедствие лодке. И следовательно, ее принесли в жертву для продолжения жизни других, более «дорогих» людей.

Другой пример. Цена в \$100 за литровую бутылку обычной питьевой воды выглядит баснословной. Но после пары дней, проведенных в пустыне без единого глотка воды, вы отдадите за этот же литр и тысячу долларов, лишь бы не умереть от жажды. Вы будете готовы совершить эту сделку, несмотря на рост и без того завышенной цены. Что изменилось? Только ваше физическое состояние. И хотя цена по-прежнему не выглядит справедливой, но она становится рыночной, после того как вы заключите сделку. По крайней мере для вас и наглого продавца посреди пустыни. На какой стороне вы хотели бы оказаться – покупателя или продавца? Думаю, вы предпочтете продавать переоцененную бутылку воды, а не покупать ее.

Кстати, периоды кризисов всегда считались лучшим временем для того, чтобы сколотить капитал, именно потому, что товары оказываются значительно недооцененными.

Но в своих поисках дешевых (для покупки) и дорогих (для продажи) товаров – недооцененных и переоцененных соответственно – готовы ли вы довериться чужому мнению, принимать решения о сделках наобум либо же положиться на волю случая? Если нет, вам необходимо освоить хотя бы один, а лучше оба ведущих метода анализа рынка – фундаментальный и технический.

Опытный охотник может предсказать поведение животного, изучая поведение зверей не один год. Так же и опытный трейдер. Он не столько прогнозирует поведение цены, сколько ОЖИДАЕТ нужного ему поведения, основывая свои ожидания на знании, почему цена меняется. Основой такого знания выступает умение определить справедливую стоимость, а также понимание психологии рынка. И если математическим отражением психологии является технический анализ, то справедливую стоимость, как правило, определяют методами фундаментального анализа.

А ведь как было бы легко торговать, пользуясь одним лишь знанием технического анализа. Да, технический анализ может помочь отличить «добро от зла». Но именно помочь, т. е. дать возможность более точно понять его. И точно так, как два ума лучше одного, технический анализ лучше использовать вместе с фундаментальным. Это два взгляда на один предмет, дополняющие, но не заменяющие друг друга.

Отличие поверхностной оценки от фундаментальной аналогично поиску алмаза внутри грубого камня, а не под золоченой обманкой крашеной пластмассы.

Фундаментальный анализ изучает законы движения цен с точки зрения влияния фундаментальных (макро– и микроэкономических) факторов, таких как прибыль, себестоимость, ВВП, инфляция, занятость. И цены большинства или даже всех товаров являются объектами фундаментального анализа: ведь они как минимум влияют на инфляцию, а значит, процентные ставки и прибыль тоже надо рассматривать как фундаментальные факторы.

Специалисты Минэкономики или Центрального банка проводят фундаментальный анализ, чтобы понять, как достичь стабильного экономического роста, высокой занятости и стабильного курса национальной валюты.

Специалисты экономических отделов и финансовые директора предприятий используют фундаментальный анализ для достижения поставленных собственниками целей (например, максимизации прибыли).

Банкиры при помощи фундаментального анализа оценивают вероятность своевременного обслуживания взятых заемщиками кредитов.

Инвесторам и трейдерам фундаментальный анализ необходим для получения ценовых ориентиров. Нам важно знать, переоценен или недооценен товар, каковы его *справедливая стоимость* (*fair value*) и ценовые перспективы, какие основные факторы влияют на изменения цен исследуемых товаров.

Разные цели проведения фундаментального анализа порождают и различные, хотя и имеющие общие черты, методики. Ниже мы остановимся на наиболее востребованной практикой инвестиционной задаче фундаментального анализа – определении справедливой стоимости валютных пар и акций, а также причин ее изменения. Если вам удастся освоить решение хотя бы этой задачи фундаментального анализа, то зарабатывать с помощью технического анализа станет лишь делом техники.

В арсенале фундаментального анализа имеются разные методики расчета справедливой стоимости товара. Позже мы рассмотрим вариант определения справедливой стоимости различных валют с использованием паритета покупательной способности. В этом особая ценность фундаментального анализа, так как, сравнивая полученную оценку справедливой стоимости и рыночной цены, мы можем сделать вывод о том, переоценен или недооценен этот товар. А значит, можем получить обоснованное представление о том, почему необходимо покупать или продавать и до каких пределов может измениться цена.

Прежде чем перейти к основам фундаментального анализа на валютном и фондовом рынках, сравним его с анализом техническим.

Если при помощи технического анализа вы выявляете направление рыночного тренда (тренд, тенденция – направление движения рыночной цены) – восходящий бычий, нисходящий медвежий или нейтральный, то фундаментальный анализ объясняет причины возникновения и существования тренда. Причем речь идет как о краткосрочных колебаниях цен, так и долгосрочных.

Например, когда после объявления о росте ВВП в США начинает расти американский доллар, то понимание причины такой реакции доллара на рост ВВП будет сферой применения фундаментального анализа.

Представьте себе воздушный шар, который парит в небе. Каковы шансы пассажиров этого шара на прибытие из Парижа в Москву, если они не знают воздушных течений (я уж не говорю о незнании приемов управления воздушным шаром) и других природных явлений? Так же и многие трейдеры валютного, фондового и товарного рынков пытаются торговать, совершенно не разбираясь в законах того «воздушного пространства», в котором они работают.

Да, технический анализ раскрывает многие неизвестные, особенно те, которые хотят скрыть другие участники рынка, например инсайдеры. А еще больше теханализ помогает определить удачный момент и цену для совершения сделки. Ведь технический анализ основан на простой гипотезе: рыночные цены учитывают полностью всю информацию, знания, действия и даже желания всех участников рынка, отражая их в своей динамике. В результате и цена, и объем включают в себя каждую сделку, совершенную многотысячной армией трейдеров.

Однако рынок практически всегда ошибается, как и трейдеры. Цены все время либо завышены, либо занижены, т. е. выше или ниже их справедливой уровня. В условиях непредсказуемого и почти всегда заблуждающегося рынка легче поддаться влиянию ложных сигналов

технического анализа, если не пользоваться услугами фундаментального анализа. Итак, главной задачей технического анализа является исследование текущего состояния рынка – определение главенствующей в настоящий момент тенденции, а также ключевых ценовых уровней для наилучшего заключения сделок.

Стратегические инвесторы, осуществляющие долгосрочное инвестирование, основное внимание уделяют фундаментальному анализу, хотя при этом зачастую пропускают краткосрочные технические колебания цен.

Как видно из различия целей фундаментального и технического анализа, они имеют разные перспективы. Первый дает возможность заглянуть в отдаленное будущее, а второй – ближайшее.

Фундаментальный аналитик напоминает дальновзорного человека, не видящего, что творится у него под носом. Технический же аналитик согласно этой аналогии представляется близоруким.

И фундаментальный, и технический аналитики имеют ограниченные возможности. Я уверен, что только сочетание этих двух подходов позволит получить наиболее реальную картину происходящего и сделать прогноз на будущее.

Существует также интуитивный подход к анализу, который использует небольшое число трейдеров, в основном новички. Последние оправдывают свое незнание избыточным самомнением, заявляя о своей способности «читать» и предсказывать рынок. Только единицы настоящих опытных трейдеров иногда могут, бросив взгляд на график, сказать, чего ждать от рынка. Но такое, знаю по опыту, бывает не чаще пары раз в год. Поэтому говорить о долгосрочном успехе в регулярном трейдинге, основывая свое мнение на интуитивном подходе к анализу рынка, может только сумасшедший. К особенностям этого подхода мы еще вернемся в разделе, посвященном психологии.

И все-таки фундаментальный аналитик имеет более глубокий взгляд на происходящее, так как смотрит вглубь, на причину изменения цен, а не на ряд текущих данных. Почему же фундаментальный анализ применяют так редко? Просто этот анализ требует большего труда и особого внимания, а значит, специальных знаний и определенных затрат времени. Однако в будущем, с развитием компьютерного моделирования и накопления больших массивов знаний, сфера применения фундаментального анализа выйдет за стены аналитических подразделений инвестиционных банков и научных институтов и станет более доступной.

Приведу классический пример того, как не должен поступать фундаментальный аналитик.

Есть фундаментальные аналитики, которые при проведении сложнейшего (при правильном применении) DCF-анализа для определения справедливой стоимости акции действуют на глазок. Например, выручка акционерной компании, производящей пиво, стабильно растет на протяжении последних пяти лет в среднем на 30 % в год, и аналитик в своей прогнозной модели утверждает, что такой рост продлится еще три года и только затем постепенно начнет снижаться. При этом он мыслит как классический технический аналитик, обращая внимание только на изменение самих цифр: был рост, значит, он продлится еще какое-то время, но так как высокие темпы роста не могут долго сохраняться, то через некоторое время они замедлятся. Однако жизнь может предложить намного больше вариантов, чем пара цифр из прошлого. Возможно, уже достигнуты физические пределы объемов потребления пива на душу населения в стране, где продает свой продукт анализируемая компания, или население переориентировалось на другие виды напитков, или очень холодное лето привело к падению продаж пива, или усилилась конкуренция на фоне ухудшения качества производимого данным предприятием пива, или... Завышенные ожидания темпов роста рынка пива либо переоценка способности компании удерживать или наращивать долю рынка выльется в покупку и установку нового оборудования и производство такого количества пива, которое компания не смо-

жет продать. Возникшее перепроизводство в таком случае может привести к банкротству компании, а инвестора – к убыткам. Бездумное следование историческому ряду бездушных цифр без понимания и анализа причин их изменения напоминает блуждания слепого котенка в лабиринте.

Фундаментальный анализ обычно используется инвесторами, рассчитывающими на реализацию долгосрочных стратегий, зарабатывающих на многолетних тенденциях. Цель такого подхода – «оседлать» тренд, пусть даже не в самом начале его возникновения, и «проехаться» на нем как можно дольше. Согласитесь, приятно купить товар, который все продают, и заработать целую кучу денег. Это именно та ситуация, когда с каждого инвестора в толпе, идущей как стадо баранов по тропе старого рыночного тренда, по копейке – вам состояние.

Впрочем, не нужно думать, что сфера применения фундаментального анализа ограничена отдаленным будущим. Так, реакция котировок на новости фундаментального характера (например, о занятости в несельскохозяйственном секторе в США) также бывает весьма бурной.

Долгосрочные тенденции на валютном рынке основаны главным образом на различиях в темпах роста национальных экономик, порождающих разницу процентных ставок и торговых балансов, хотя не исключены и политические решения при проведении целенаправленной политики ослабления или усиления национальной валюты. Так, Россия традиционно отвечает снижением курса рубля на падение мировых цен на нефть, даже если прямой угрозы торговому балансу и темпам роста ВВП нет. Просто таким образом российское правительство реагирует на сильное экспортное лобби. Аналогичную политику проводят экспортно ориентированные Япония и Китай. В США второй половины 1990-х гг. более влиятельным оказалось лобби импортеров и финансистов, заинтересованных в сильном долларе. Как результат на государственном уровне поддерживалась политика сильного доллара (*strong dollar policy*), несмотря на значительное ухудшение финансового состояния экспортеров, многие из которых с началом едва заметного экономического кризиса в 2001 г. обанкротились.

Исключительно технический анализ, как правило, используют игроки-новички, проводящие краткосрочные спекуляции (скальперы). Их не смущает, что занимаемые ими позиции зачастую идут вразрез с сильными фундаментальными движениями. Кто не один день торговал на рынке и не раз попадал «под каток» новостей фундаментального характера, уже не может позволить себе их игнорировать.

1.1. Валютный рынок

Валютный рынок представляет собой рынок конверсионных (обменных) валютных операций. Конверсионные валютные операции – сделки по обмену одной национальной валюты на другую по согласованному двумя сторонами курсу с поставкой этих валют на определенную дату.

Существует несколько основных разновидностей таких операций:

- операции типа спот (*spot*), где датой поставки является второй рабочий день после даты заключения сделки;
- форвардные операции (*forward*), где срок поставки может составлять от нескольких дней до нескольких лет;
- внебиржевые валютные опционы (*OTC options*), где срок и цена поставки определяются соглашением сторон – банком или брокерской компанией, с одной стороны, и клиентом – с другой;
- биржевые валютные фьючерсы и опционы (*futures & options*), где срок поставки определен биржей в соответствии с биржевыми правилами.

Торговля валютами сосредоточена в основном на двух площадках:

- **Forex** (*Foreign Exchange*) – межбанковский валютный рынок, который торговой площадкой можно назвать лишь условно (физически такого места вы не найдете);
- **CME (IMM) & GLOBEX** – во время работы биржи торговля срочными контрактами производится в IMM (*International Monetary Market*) – подразделении Чикагской товарной биржи (CME); во внебиржевое время – на GLOBEX.

Дополнительно следует отметить существование фьючерсного контракта на индекс доллара США (*Dollar Index*), который торгуется на **NYBOT** (*New York Board of Trade*) и иногда используется для хеджирования разнообразных портфельных позиций.

В современном виде при плавающих валютных курсах (*floating currency*) рынок Forex существует с марта 1973 г. Месяцем ранее, в феврале, был официально закрыт Бреттон-Вудский (*Bretton Woods*) валютный рынок.

В настоящий момент мы живем по Ямайской валютной системе, основные принципы которой были закреплены в 1976 г. соглашением, достигнутым на встрече Временного комитета МВФ на острове Ямайка. Ямайское соглашение закрепило отказ от золотовалютного стандарта и введение плавающих валютных курсов, получившие отражение на современном валютном рынке.

Отдельно можно отметить подробно описанное Джорджем Соросом в книге «Алхимия финансов»¹ соглашение пяти ведущих стран Запада «Плаза» (*«Plaza» Agreement*), заключенное в сентябре 1985 г. в нью-йоркском отеле «Плаза». В нем центробанки договорились о согласованных валютных интервенциях с целью поддержания стабильности на валютном рынке.

Forex – самый молодой сегмент мировых финансовых рынков, если не считать рынок производных инструментов. Рынок конверсионных операций валют развитых стран пережил достаточно бурную юность, войдя в период зрелости. Живо реагируя на все события экономической и политической жизни, соотношения разных национальных валют колебались в гигантских диапазонах, предоставляя спекулянтам возможности хорошего заработка. Сегодня, когда по стопам зрелых валют идут валюты развивающихся стран, взгляды инвесторов всего мира

¹ Сорос Дж. Алхимия финансов. – М.: ИНФРА-М, 1996.

притягивают китайский юань и российский рубль. Интерес к юаню подкрепляется гигантскими трудовыми ресурсами, к рублю – огромной территорией и сырьевыми запасами.

Торги на рынке Forex идут круглосуточно и не прекращаются даже в выходные дни и рождественские праздники, хотя в рабочие дни ликвидность и активность рынка на порядки выше. Если рассматривать рынок в течение одних суток, то можно выделить три основных географических центра торговли валютами: Азию с центром в Токио (Япония), Европу с центрами в Лондоне (Великобритания) и Франкфурте (Германия), а также Америку с центрами в Нью-Йорке, Чикаго и Сан-Франциско (США).

Вместе с восходом солнца начинаются первые валютные торги в Австралии и Новой Зеландии. Однако по-настоящему активным Forex становится только вместе с открытием финансовых рынков в Японии – около 3 часов ночи (здесь и дальше время московское) с небольшим затишьем в районе 6–7 утра. Это обеденное время на токийских финансовых рынках. На азиатской сессии в основном торгуются американский, австралийский и новозеландский доллары, евро, японская иена и другие азиатские валюты.

Европейские валютные дилеры начинают торговать в 9 утра со всплеском активности в районе 10 часов. Это интереснейший временной отрезок перекрестных торгов европейского и азиатского финансовых рынков, изобилующий резкими движениями котировок. Особенный интерес игроков вызывают кросс-курсы, в которых участвуют японская иена, австралийский и новозеландский доллары, с одной стороны, и евро и фунт стерлингов – с другой.

Рабочие часы с 10 до 13 часов – одни из наиболее плодотворных при торговле на Forex. Котировки совершают достаточно широкие колебания и не стоят на месте, как это обычно бывает в обеденное или ночное время, что особенно привлекает скальперов-новичков.

Начиная с 13 часов вместе с закрытием азиатских рынков идет постепенное уменьшение объемов торгов и изменчивости (волатильности) котировок. Низкая активность рынка сохраняется до 16 часов, когда на работу выходят американские валютные дилеры.

Первое серьезное влияние на европейскую торговую сессию финансовые рынки США начинают оказывать в 16.30. Именно в это время часто публикуется большинство макроэкономических отчетов по США. Новичкам рынка Forex не рекомендуется совершать послеобеденные сделки, так как перекрестный рынок Европа – Америка является одним из наиболее непредсказуемых и подвижных. Он требует больших навыков, знаний и опыта, чем могут похвастаться многие из отечественных валютных дилеров. В это время чаще встречаются случаи «ложных пробоев» уровней поддержки и сопротивления (о них мы обязательно поговорим позже), когда акулы валютного рынка ловят «мелкую рыбешку» на противоходе и «съедают» стопы, а порой и целые маргинальные счета.

Дополнительный стимул для усиления волатильности валютный рынок получает в 17.30 вместе с началом работы биржевого рынка акций в США, динамика которого оказывает мощнейшее воздействие на все мировые финансовые рынки.

В 21 час закрывается европейский рынок. Кстати, когда речь идет о рынке Forex, понятие «закрывается» нужно понимать не буквально, а лишь как снижение активности до минимума. Просто японские банки передают открытые валютные позиции своим европейским коллегам, а те, в свою очередь, – американским.

В 23 часа закрываются биржевые торги валютными фьючерсами и опционами на Чикагской товарной бирже, что обуславливает значительное снижение активности всего валютного рынка.

Внебиржевое подразделение Чикагской биржи GLOBEX открывается в 23.30, однако ликвидность валютных фьючерсов во внебиржевое время на порядок ниже биржевой сессии.

В дальнейшем активность валютного рынка продолжает постепенно снижаться с практически полным замиранием около 2 часов ночи, когда на арене вновь появляются страны Тихоокеанского региона (рис. 1.1).

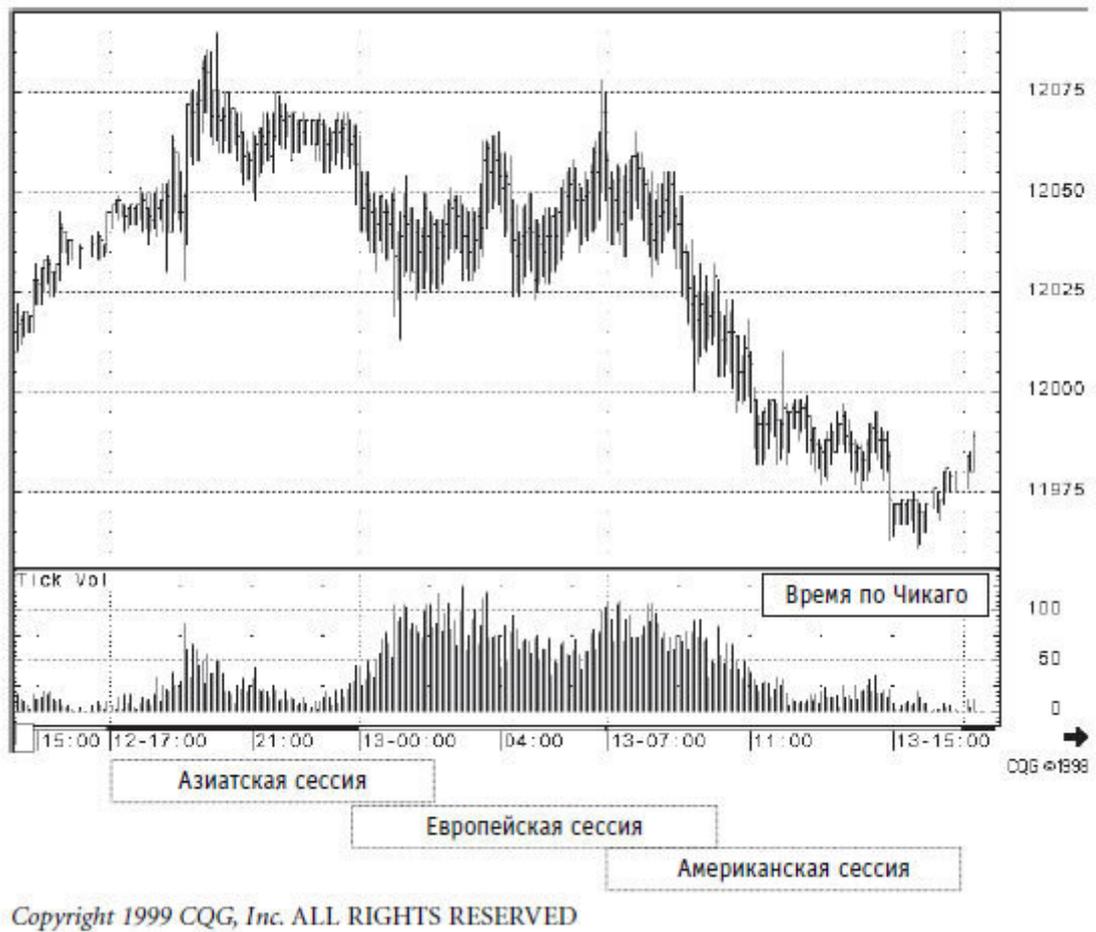


Рис. 1.1. Динамика спот-курса USDJPY в течение одного торгового дня (с объемами)

Специфика круглосуточного функционирования валютных рынков отражена в табл. 1.1, которая показывает разницу в часовых поясах.

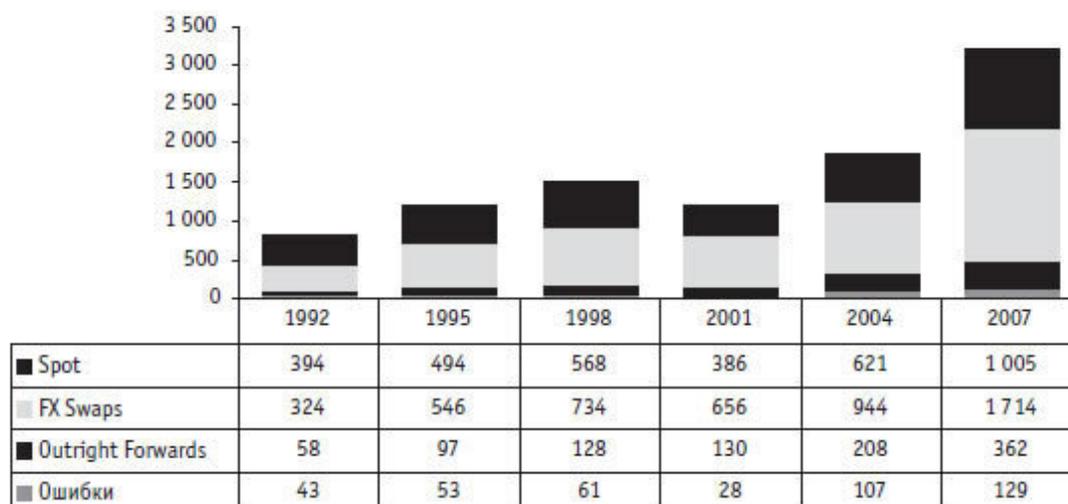
Таблица 1.1. Временная разница между часовыми поясами

Финансовый рынок	Разница от времени GMT, час	
	зимнее время	летнее время
Веллингтон, Новая Зеландия	+11	+12
Сидней, Австралия	+9	+10
Токио, Япония	+9	+9
Гонконг	+8	+8
Сингапур	+7	+8
Москва	+3	+4
Киев	+2	+3
Франкфурт-на-Майне, Цюрих	+1	+2
Лондон	0	+1
Нью-Йорк	-5	-4
Лос-Анджелес	-8	-7

Кстати, в преддверии рождественских праздников (22–24 декабря, т. е. перед Рождеством по католическому календарю) рыночная активность замирает. На сленге профессиональных спекулянтов о рынке в такие дни говорят, что он «тонкий». И в это время даже на самом ликвидном рынке EURUSD сделки всего в \$250 млн могут быть достаточными для того, чтобы переместить евро на целых 15 пунктов. В обычные дни для этого нужно не менее \$1 млрд. Падение волатильности рынка на фоне пониженных объемов торгов наблюдается и в то время, когда США отмечают какой-нибудь праздник и американские финансовые рынки закрыты.

По данным *Bank for International Settlements (BIS)*, <http://www.bis.org> среднесуточный объем торгов на мировом валютном рынке Forex в апреле 2007 г. достиг \$3.2 трлн, т. е. более чем в два раза превысил уровень 1998 г. (\$1.5 трлн), увеличившись в течение последних 20 лет в 5 раз. Особенно заметный рост произошел после кризиса 2001 г.

За 15 лет (с 1992 по 2007 г.) значительно упала доля классических спот-операций – с 48 до 31 %, а доля форвардных и своп-операций выросла с 47 до 65 % (рис. 1.2). Впрочем, уменьшение доли спот-операций не сопровождалось их физическим снижением, поэтому ликвидность спот-рынка за эти 15 лет выросла в 2.5 раза.



Источник: www.bis.org

Рис. 1.2. Обороты на традиционном рынке Forex (инструменты), млрд долл.

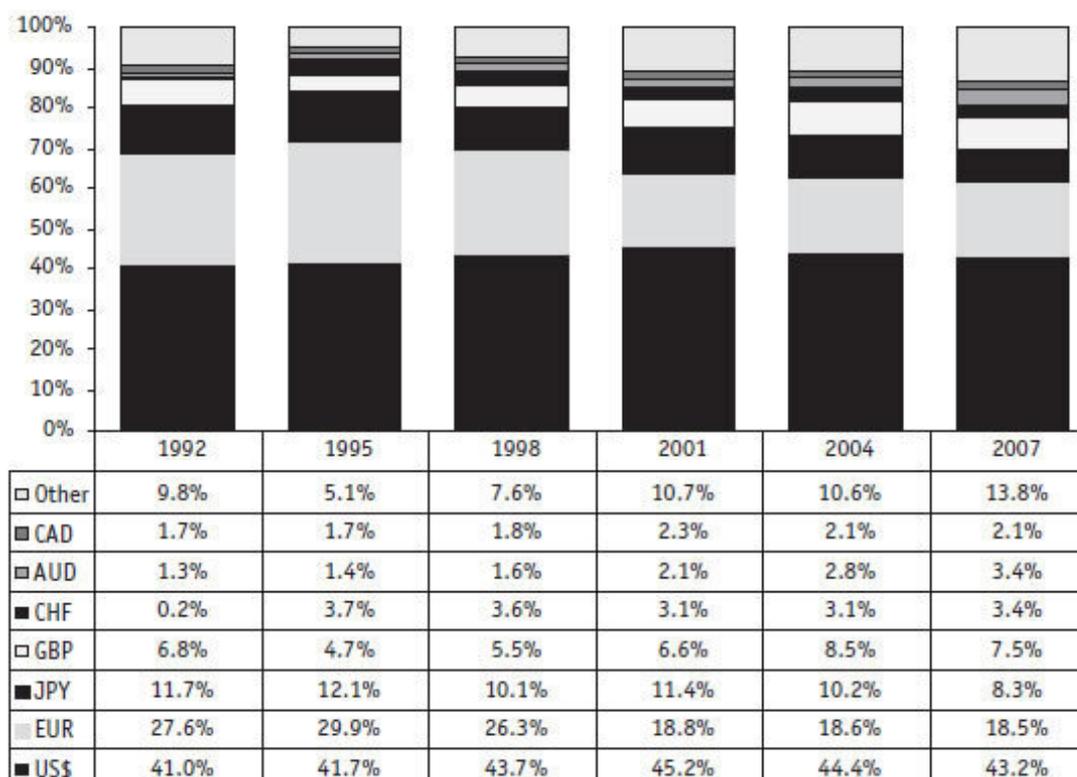
Специфика круглосуточного функционирования валютных рынков отражена в табл. 1.1, которая показывает разницу в часовых поясах.

Около 50 % всего объема торгов на Forex находится в Европе. На азиатские и американские рынки приходится примерно по 25 % объемов торгов. При этом безусловным лидером валютного рынка остается Лондон, доля которого в 2007 г. составила 35 % мирового Forex. А доля традиционных стран – в первую очередь Японии и Германии – на фоне роста удельного веса рынков развивающихся стран, Австралии и США снижается (табл. 1.2).

Таблица 1.2. Временная разница между часовыми поясами

	1995	1998	2001	2004	2007
Великобритания	29.5	32.4	31.2	31.3	34.1
США	15.5	17.8	15.7	19.1	16.6
Швейцария	5.5	4.2	4.4	3.3	6.1
Япония	10.2	6.9	9.1	8.3	6.0
Сингапур	6.7	7.1	6.3	5.2	5.8
Гонконг	5.7	4.0	4.1	4.2	4.4
Австралия	2.5	2.4	3.2	3.4	4.3
Франция	3.7	3.7	3.0	2.7	3.0
Германия	4.8	4.8	5.4	4.9	2.5
Другие	15.7	16.9	17.6	17.7	17.3

Источник: www.bis.org

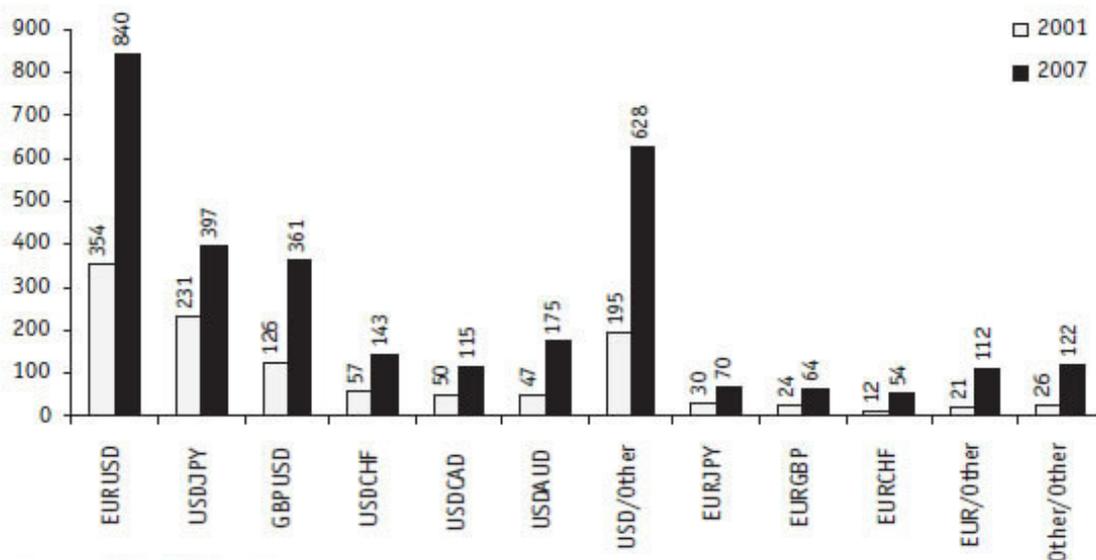


Источник: www.bis.org

Рис. 1.3. Обороты на традиционном рынке Forex (валюты)

Несмотря на то что Лондон остается центром мировой торговли валютами, британский фунт занимает только четвертое место по популярности среди валют. В тройку лидеров входят американский доллар, евро и японская иена, хотя последние две и теряют популярность вместе с соответствующими рынками в еврозоне и Японии (рис. 1.3).

Самой популярной валютной парой на мировом валютном рынке по всем видам традиционных Forex-операций является, конечно же, евро/доллар, более чем в два раза опережающая пары номер два и три – доллар/иена и фунт/доллар. Удивительно, но на четвертое место по оборотам вышли операции австралийского доллара против американского (рис. 1.4).



Источник: www.bis.org

Рис. 1.4. Обороты на традиционном рынке Forex (валютные пары), млрд долл.

Для сравнения: среднелневной объем торговли биржевыми валютными фьючерсами составляет всего \$12 млрд. Однако справедливости ради замечу, что на бирже стандартным размером контракта является сумма около \$100 000, а не \$5 млн, как на рынке спот-сделок, т. е. в 50 раз меньше. И если сравнивать среднелневное количество заключенных сделок на срочном рынке и рынке спот-сделок, то оно будет сопоставимым – примерно по 120 000². Так что для «маленьких» инвесторов более предпочтительными по сопоставимой для соответствующих маржинальных счетов ликвидности будут биржевые фьючерсы и опционы, а для крупных – Forex (рис. 1.5). Как говорится, пескарнк плещется в луже, а белуга – в море.

² Данные на 2003 г.

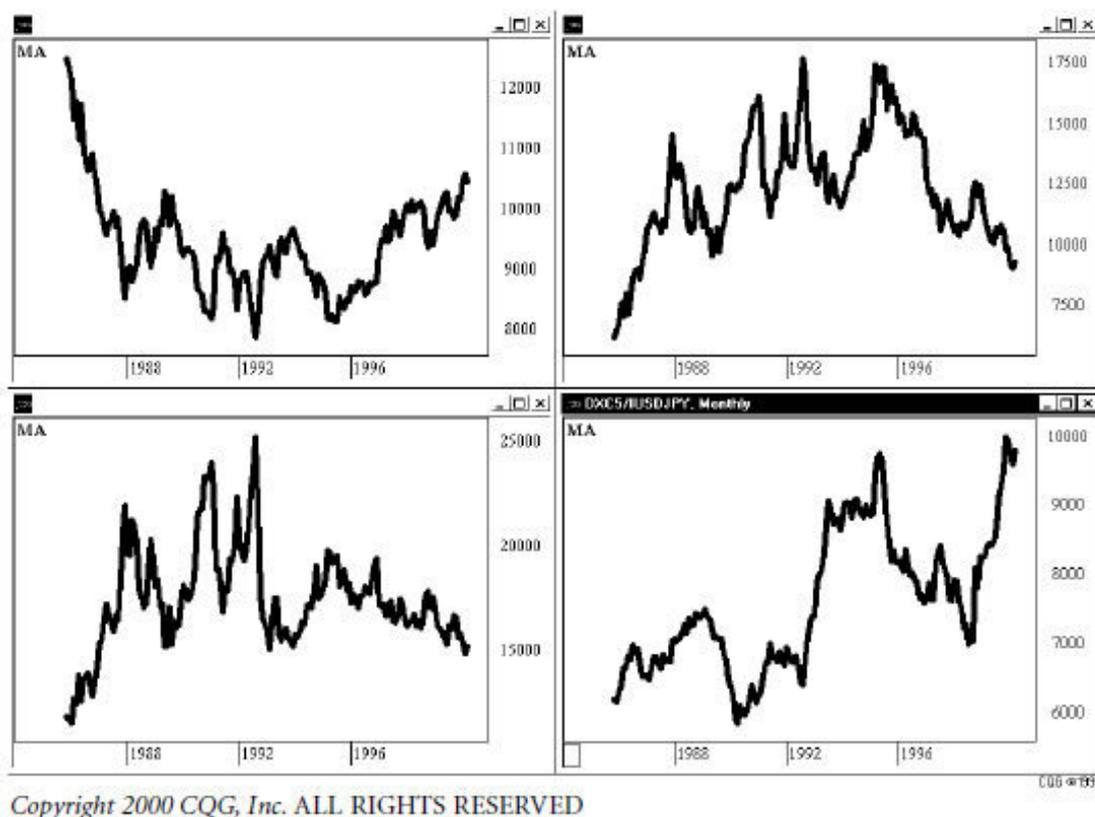


Рис. 1.5. Динамика индексов четверки ведущих мировых валют – доллара США, японской иены, евро и британского фунта стерлингов с 1987 по 2000 г.

1.1.1. Спот-операции

Рынок текущих конверсионных спот-операций дает возможность контрагентам совершать конвертацию одной валюты в другую для оплаты реальных сделок, связанных с экспортом и импортом товаров и услуг, с движением прямых или портфельных инвестиций, а также выполнять другие операции с капиталами между разными странами.

Датой валютирования (физической поставки валюты) при этом является второй рабочий день со дня заключения сделки.

Почти половина всех сделок на рынке Forex совершается с условиями расчета спот, а их общая величина в 1998 г. составляла \$600 млрд в день. Кстати, только менее 5 % объема торговли на рынке валютных спот-контрактов относится к реальным сделкам, обслуживающим реальное перемещение товаров, услуг и капиталов. Остальные 95 % представляют собой чисто спекулятивный оборот.

Когда речь идет о котировках той или иной валюты по отношению к другой, например российского рубля к доллару США, мы имеем в виду спот-курс, если не указывается иное. Другими словами, практически все курсы валют, что мы видим в газетах, по телевизору, на экранах компьютеров, являются отражением происходящего на валютном спот-рынке (рис. 1.6).



Источник: www.bis.org

Рис. 1.6. Эффективные курсы валют американского доллара, евро и японской иены³. Среднемесячные значения 1990–1999 гг. приняты за 100

Первый уровень составляют маркетмейкеры (*market maker* — букв. делатель рынка) — «дающие» котировки. К ним относятся крупнейшие банки и брокерские конторы, специализирующиеся на торговле валютами, — настоящие акулы валютного рынка. Эти ребята почти никогда не проигрывают. Разве что заиграются или нарушат внутренние правила риск-менеджмента. Минимальный объем сделок, заключаемых на этом уровне, составляет \$5 млн.

Второй уровень с объемами сделок от \$1 млн составляют маркеттейкеры (*market taker* — букв. получатель рынка) — «запрашивающие» котировки, условно говоря, хищные рыбы, которые иногда служат пищей для акул первого уровня.

Третий уровень — клиенты маркеттейкеров с объемами сделок от \$500 000 — пища для акул первого и хищников второго уровня. Выживших больше одного года в подобной враждебной среде реального рынка можно признать способными к дальнейшей торговле. Правда, мало кто сохраняет свои маргинальные счета на уровне, далеком от нулевого.

Четвертый уровень — также клиенты маркеттейкеров, но с объемами сделок от \$100 000. Они, как правило, становятся пищей, так как их шансы на выживание близки к нулю.

Современное развитие маргинальной торговли, в том числе на постсоветском пространстве, привело к появлению пятого уровня сделок — с объемами меньше \$100 000. Но такие сделки скорее можно отнести к разряду букмекерских пари, нежели к реальному валютному рынку, так как это сделки, заключаемые между брокером и его клиентами. Брокеры отдельные позиции для такой «мелочевки» не выводят, за исключением моментов появления суммарных позиций, достаточных для выхода хотя бы на четвертый уровень для заключения сделки с маркеттейкером.

В банковской практике принято следующее обозначение курсов валют: курс доллара США к российскому рублю обозначают как USDRUB, к украинской гривне — USDUAH, евро к доллару США — EURUSD, а фунта стерлингов к доллару США — GBPUSD (валютные дилеры

³ Торгово-взвешенное среднее значение. До 1999 г. — 25 стран; после 1999 г. страны — участницы EMU обработаны как единый блок.

последнее соотношение обычно называют *cable* – «кабель»⁴) и т. д. В данном случае слева ставится база котировки (базовая валюта), а справа – валюта котировки (котируемая валюта).

Котирование валютных курсов с использованием двух сторон – *bid* и *ask* (иногда *offer*) – стандартная процедура при осуществлении транзакций между валютными дилерами. Запрашивающий котировку какого-либо курсового соотношения дилер называет только предполагаемую сумму транзакции (например, «прокотируйте мне половинку «кабеля», что означает запрос цены на 0.5 млн GBPUSD), чтобы дающий котировку не знал его намерений. Если последний будет знать, что дилер собирается покупать, то у него появится соблазн завесить цену, а если продавать – занизить.

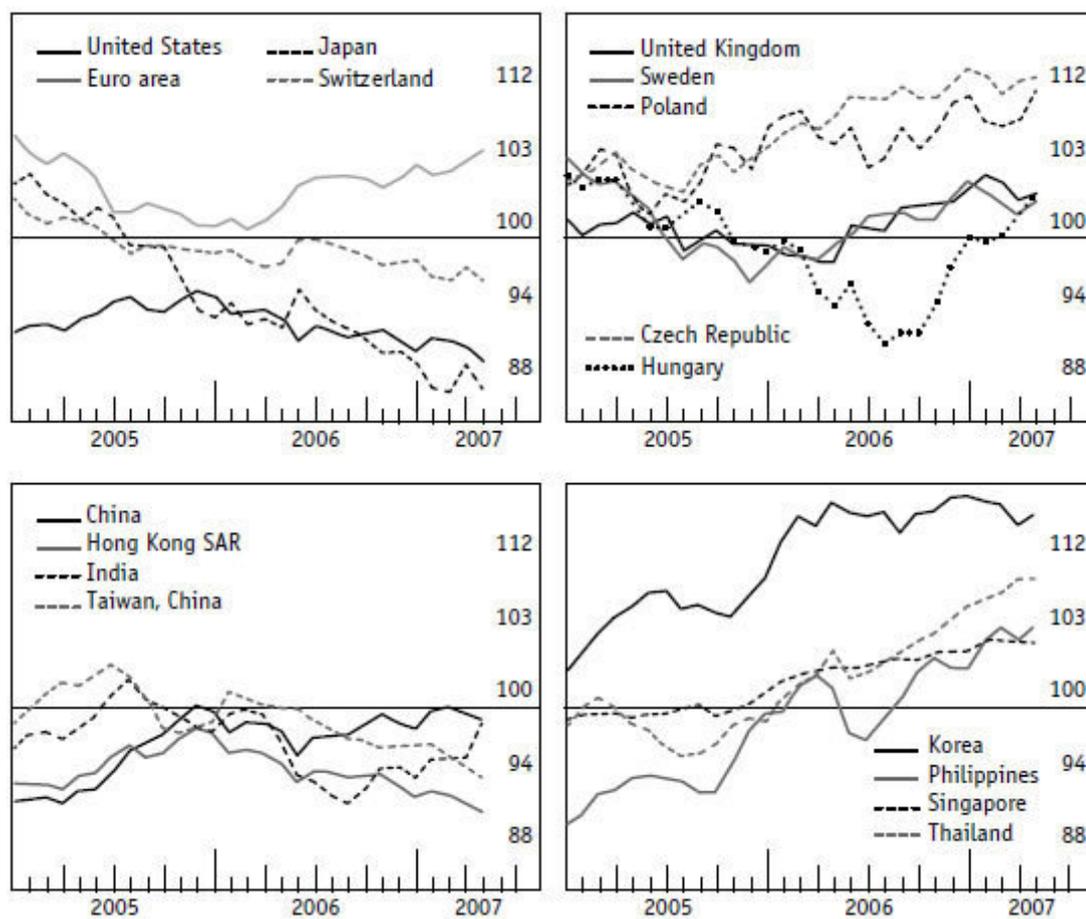
К сожалению, в некоторых программных комплексах интернет-торговли брокер не оставляет своим клиентам выбора при запросе цены. Клиент обязан однозначно и недвусмысленно назвать валютную пару, объем, цену и сторону сделки – покупка или продажа. В том случае, если рынок «не ушел», брокер соизволяет подтвердить цену. В противном случае он может вручную изменить цену (естественно, в сторону ухудшения для клиента) и предложить ее клиенту.

Например: USDJPY = 120.62/67, т. е. брокер дает вам возможность купить один доллар за 120.67 иены, а продать – за 120.62. Разница между курсом покупки и продажи – это прибыль брокера.

Самая последняя цифра в записи валютного курса называется пип (*pip*; у русскоязычных валютных дилеров распространено произношение во множественном числе – пипс) или пункт (*point*). Валютные дилеры обычно котируют друг другу только две последние цифры – до целых пипсов. Например, котировка USDJPY в приведенном выше примере будет звучать как 62/67. Предыдущие три цифры (120) будут подразумеваться как само собой разумеющиеся. Сотня пипсов называется фигурой.

Разница между котировкой на покупку и продажу называется спред (*spread*). Чем меньше спред, тем ниже транзакционные издержки, так как единственной платой за совершение сделки на спот-рынке будет спред. Комиссионные за совершение сделок на данном сегменте валютного рынка взимаются только маркетмейкерами за исполнение заявок от клиентов, например экспортеров-импортеров. Если вы решите продать только что купленную валюту, то неизбежно потеряете на спреде, потому что покупаете дороже (120.67 в вышеприведенном примере), а продадите дешевле (120.62). Минимальные спреды (от 1 до 5 пунктов в зависимости от объема и времени сделки) характерны для наиболее торгуемых валютных пар: EURUSD, USDCHF, GBPUSD, USDJPY и EURJPY. Расширенные спреды действуют для так называемых кросс-курсов (от 3 до 10 пунктов, а иногда и больше в зависимости от объема, времени сделки и валютной пары), т. е. курсовых отношений, где базовой валютой выступает не доллар США: EURCHF, EURGBP, GBPJPY и т. д. (рис. 1.7). Интерес сегодня вызывают также пары USDCAD и AUDUSD.

⁴ Исторически название «кабель» для котировок GBPUSD возникло как сленговое отражение того факта, что первоначально международная торговля валютами была сосредоточена в основном вокруг валют старой (Великобритания) и новой (США) супердержав и физически проходила по телеграфному кабелю, проложенному по дну Атлантического океана. Кстати сказать, этот кабель принадлежал компании Reuters. Так как котировки GBPUSD передавались по телеграфному кабелю, это соотношение стало называться «кабелем». Разговор двух брокеров много лет назад мог звучать примерно так:– Что там у нас по «кабелю»?– 2.125 на 2.137.



Источник: www.bis.org

Рис. 1.7. Эффективные курсы валют, рассчитанные на основе корзины из 52 стран. Среднемесячные значения 2002–2005 гг. приравниваются к 100

Чем ликвиднее курсовое отношение, тем меньше спред, что обусловлено объемами реального движения товаров, услуг и капиталов между странами. В периоды активизации рынка и повышения волатильности котировок размеры спредов даже наиболее ликвидных пар могут расширяться и достигать десятков пунктов. Величина спреда увеличивается и в случае небольших и нестандартных объемов сделок, проводимых контрагентами. Однако спреды расширяются и в случае увеличения объемов сделок хотя бы до \$25 млн. Это обусловлено тем, что найти покупателя или продавца для такого объема в ту же секунду очень сложно. У маркетмейкера, таким образом, возникает временной риск, что за эти несколько секунд или минут, пока он не избавится от купленной у клиента валюты, курс не уйдет слишком далеко и не придется закрывать сделку с убытком для себя. Маркетмейкер, как правило, разбивает одну крупную сделку на несколько более мелких (по \$5 млн) и таким образом закрывает открытую позицию. Хороший брокер всегда уходит с работы с закрытой позицией и начинает следующий день с чистого листа. Открытую позицию могут позволить себе держать только управляющие фондами или спекулянты, иногда банки и крайне редко брокеры. Наилучшие, минимальные спреды – у объемов по \$5 млн. Иногда они даже достигают нуля пипсов, если маркетмейкер заинтересован закрыть свою открытую позицию и не выходить на рынок.

Дать правильную котировку клиенту – искусство, а значит, секрет опытного брокера, и вряд ли кто вам об этом расскажет даже за кружкой пива. Это касается любого брокера на любом финансовом рынке.

Раньше мы уже говорили о том, что минимальная сумма сделок на рынке Forex – это \$5 млн. Естественно, заработать на реальной конвертации одной валюты в другую на таких суммах могут только крупные финансовые институты, имеющие дело с чужими деньгами. Поэтому с целью привлечения на этот рынок большего числа контрагентов была создана система маржинальной торговли при помощи кредитного плеча, или кредитного рычага, – левеверджа (*leverage*), или гиэринга (*gearing*), кому как больше нравится.

Кредитное плечо дает клиенту банка или брокерской конторы право заключать сделки с маржей, во много раз превышающей объемы страхового депозита, внесенного на специально открытый для торговли маржинальный счет.

Как правило, величина кредитного рычага на валютном рынке колеблется от 10 до 100. Чем крупнее финансовая организация, тем меньше, как правило, размер плеча, и наоборот, – самые маленькие брокерские конторы порой предоставляют своим клиентам право торговать с плечом 100, а иногда и больше. Но такая торговля скорее напоминает казино, нежели размеренную стратегическую работу. На рынках акций, например в США и России, кредитное плечо составляет обычно от 2 до 4, за чем строго следят комиссии по ценным бумагам.

Итак, как же превращается залоговый депозит на маржинальном счете в сумму максимально возможной открытой позиции, кратной размеру кредитного плеча? Например, если вы положили на страховой депозит сумму в \$10 000, то при кредитном рычаге 100 получите право совершать операции на сумму \$1 млн. Соответственно в 100 раз увеличивается ваш потенциальный заработок и появляется возможность доступа на реальный рынок Forex. Однако при этом нельзя забывать и об аналогичном стократном увеличении риска. За один день активных операций реально не только многократно приумножить, но и потерять все вложенные деньги. Можно потерять даже больше, чем вы положили на маржинальный счет. Последнее, правда, маловероятно, так как у практически всех банков и брокерских контор, предоставляющих возможность работы на Forex, существует система риск-менеджмента открытых позиций клиентов, подкрепленная правилом *margin call*⁵. Это правило означает следующее. Когда на вашем маржинальном счете останется определенная внутренними правилами банка или брокерской конторы и вашими с ними соглашениями часть (например, 5 или 30 %) первоначальной суммы или суммы, требуемой для поддержания ваших открытых позиций, операции по открытию новых позиций временно приостанавливаются, и вас просят пополнить счет. Чем больше величина используемого вами кредитного рычага, тем скорее вы услышите требование пополнить счет. На брокерском жаргоне использование значительного кредитного рычага (например, больше 20) нередко называется «перегрузкой счета» по аналогии с лошадью, на которую нагрузили слишком большую поклажу. И естественно, высок риск, что перегруженная лошадь упадет замертво, не дойдя до места назначения. Для предупреждения риска невыплаты долга по маржинальному счету в случае недостатка на нем денег для покрытия возникших убытков клиент подписывает обязательство произвести такую выплату за счет других своих средств.

При выборе брокера, с которым вы решили начать работу на рынке Forex, в первую очередь следует оценить потенциальный уровень его надежности. Российские, украинские или прибалтийские банки и брокеры в последние годы стали заметно квалифицированнее и надежнее. Однако риски мошенничества по отношению к малозащищенным мелким клиентам остаются все еще высокими. Особенно если учесть отсутствие практики третейских судов в этом виде бизнеса. Если выбирать между европейским, азиатским и американским брокером или банком, то в силу географической близости и более-менее общего распорядка дня предпочтительнее европейские финансовые структуры. К этому подталкивает также тот факт, что почти

⁵ Неидентифицированные резервы – нераскрытые отдельными центробанками (в том числе Народным Банком Китая) перед МВФ данные по структуре валютных резервов.

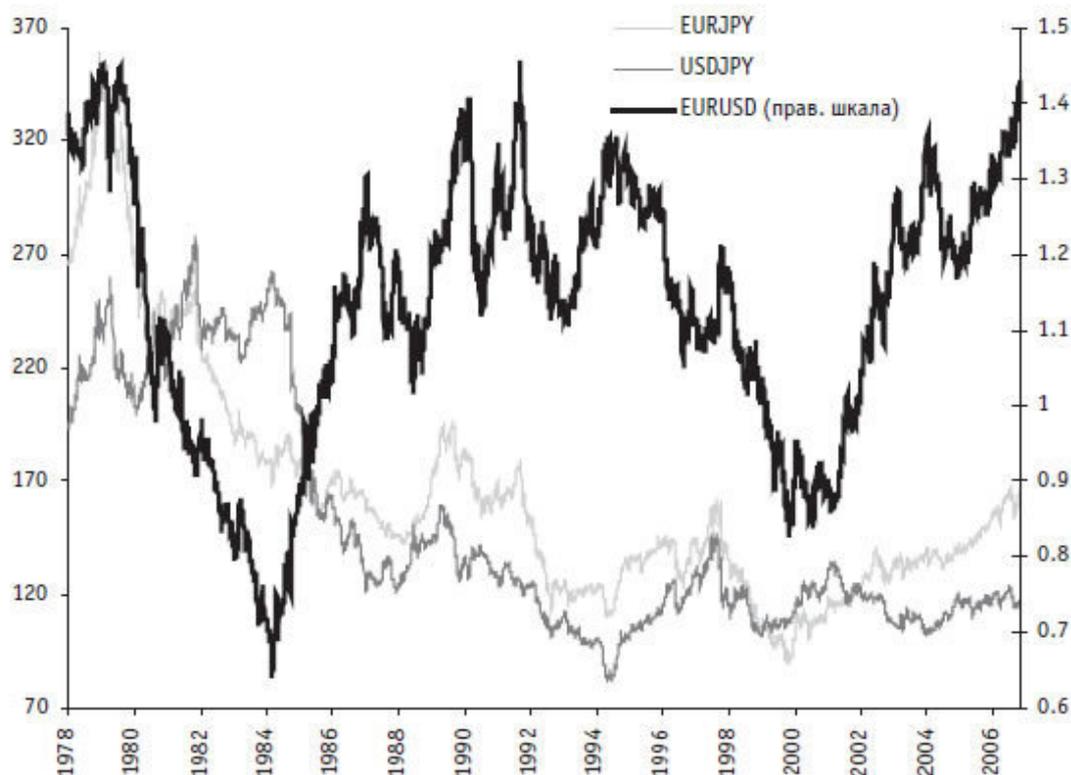
50 % всего объема Forex сосредоточено именно в Европе. Брокеры и банки США лучше подходят для торговли фьючерсами и опционами. Азиаты для нас далеки как географически, так и по философии ведения бизнеса. С ними зачастую просто трудно иметь дело, не говоря уже о степени доверия. Не вдаваясь в подробности поиска наиболее квалифицированного, надежного, идущего на контакт, удобного в общении контрагента, посоветую вам обратиться за советом к уже работающему дилеру. Хороший брокер зачастую более важен, чем все прочие вопросы, поэтому уделите этому как можно больше внимания.

Взаимодействовать с брокером можно:

- через торговый терминал *Reuters dealing*;
- по телефону;
- по Интернету.

Лучшим по скорости и надежности признается первый способ общения. Однако он же и наиболее дорогой. Телефонные переговоры дешевле, но сопряжены с большой потерей времени. Интернет – самый дешевый способ общения, однако он лучше всего подходит для работы в периоды спокойного рынка и при выставлении ордеров. Отставание от реального рынка в интернет-торговле на Forex может быть достаточно большим, особенно в периоды сильных движений на рынке. Поэтому общение с брокером через Интернет предъявляет высокие требования к надежности линий связи и скорости передачи данных. Но в пользу Интернета говорит следующее: в апреле 1998 г. в Великобритании 40 % всех спот-сделок на Forex были проведены электронными брокерами (осуществляющими сделки как по Reuters, так и по Интернету). По данным BIS за 2001 г., от 50 до 70 % оборота основными валютными парами было проведено электронными брокерами. Это огромный скачок в развитии индустрии – от 40 % в 1998 г. и 10 % в 1995 г. Та же BIS отметила по итогам 2007 г. продолжающееся усиление роли электронных брокеров вследствие развития хедж-фондов, торгующих при помощи автоматических торговых систем.

Работа (именно работа, а не игра!) на рынке Forex начинается с залоговых сумм в \$100 тыс. Однако некоторые из брокеров предлагают начинать операции, вкладывая только тысячу долларов, а иногда и меньше. С такими деньгами работа на Forex действительно будет напоминать рулетку. Рано или поздно вы потеряете большую часть залогового депозита. И чем меньше сумма этого депозита, тем быстрее это произойдет. Для небольших сумм рекомендуется поискать другие финансовые инструменты – например, акции, товарные фьючерсы или же *CFD (contract for difference – контракт на разницу)*. Использование более чем десятикратного кредитного плеча (например, \$1000 залогового депозита позволяет открывать торговые позиции на \$10 000) будет сверхрискованным. Исходя из этого правила и следует подбирать финансовые инструменты. Важна, кстати, и так называемая стоимость участия (спреды, комиссии, свопы и т. п.), которая не должна «убивать» счет в ходе нескольких сделок.



Источник: www.ecb.int

Рис. 1.8. Номинальные валютные курсы EURUSD, EURJPY и USDJPY (1978–2007)

Сейчас на Forex появились мини-контракты – так называемые мини-Forex. Эти контракты представляют собой сотую часть «больших» сотысячных контрактов, т. е. минимальный контракт начинается от одной тысячи базовой валюты (доллара США, евро и т. д.). Таким образом, для сделок на мини-Forex с разумным плечом 1 к 10 можно работать с весьма незначительной суммой на маргинальном счете – от \$100.

1.1.2. Форвардные операции

Форвардная операция – это сделка по обмену одной валюты на другую по согласованному сторонами курсу, когда дата исполнения контракта отложена на заранее определенный срок. Тот же спот, но с отсрочкой оплаты и поставки.

Форвардные операции заключаются, как правило, на срок до года с фиксированными датами исполнения в 1, 2, 3, 6 и 12 месяцев.

Форварды бывают двух типов:

- аутрайт (*outright*) – единичная сделка с датой исполнения контракта больше двух дней;
- своп (*swap*) – комбинация двух одновременно заключаемых противоположных сделок с разными датами исполнения контракта.

О важности свопов в маргинальной (с кредитным рычагом) торговле на валютном спот-рынке обычно не говорят. И не зря: для брокеров это весьма неплохой способ нагреть руки на открытых позициях клиентов, т. е. на самих клиентах.

Думаю, лучше всего свопы охарактеризует следующий пример. Например, вы купили 100 000 EUR против (проданных) JPY по курсу 118.00. Купленные евро брокер разместил для вас

на депозите сроком на один день (*overnight*) – это делается автоматически. А проданные иены вы взяли в кредит. Если процентная ставка по депозиту в евро составляет 4 %, значит, вы получите за один день 10.96 евро ($100\,000 \times 4\% / 365$). Если процентная ставка по кредиту в иенах составляет 1 %, то вы заплатите за один день 323.3 иены ($100\,000 \times 118 \times 1\% / 365$) или по курсу 2.74 евро ($323.3/118$). Таким образом, по итогам дня трейдер получит прибыль по свопу в размере 8.22 евро. Если трейдер будет находиться в такой позиции целый год и процентные ставки будут неизменными, так же как и курс EURJPY, то через год трейдер получит суммарную своповую прибыль в размере 3000 евро. При залоге в 1000 евро за открытие такой позиции своповая прибыль трейдера составит 300 % годовых. Скажем прямо, весьма неплохой результат за ничегонеделание, когда за вас работают деньги с кредитным рычагом 100.

Максимальные свопы – в три раза больше обычного – при удержании открытой позиции со среды на четверг. Это объясняется тем, что даты валютирования на спот-рынке приходятся на второй рабочий день с момента заключения сделки. Иными словами, если вы купите валюту в среду, то получите ее на счет только через два дня – в пятницу. И в этот же день банк автоматически разместит полученную сумму на депозит. На следующий день, в четверг, вы закроете позицию и продадите валюту. Однако банк спишет ее с вашего счета только опять же через два дня, т. е. в понедельник. Таким образом, свопы за этот период будут рассчитываться сразу за три дня – один рабочий и два выходных.

Форварды в основном используются внешнеторговыми фирмами, а также инвесторами для хеджирования валютных рисков. Им намного удобнее заключить индивидуальное соглашение с банком о конвертации одной валюты в другую в любую необходимую им в будущем дату, нежели выходить на биржу с покупкой стандартных биржевых фьючерсных контрактов. Во-первых, форвардный контракт дает возможность выбора необходимого срока и даты обмена валют. Во-вторых, он свободен для определения суммы контракта. Другими словами, форвард предоставляет большую свободу: он не зажат рамками биржевой спецификации и зависит только от согласия сторон. Есть, однако, отличие форвардов от фьючерсов и в худшую сторону: гарантией исполнения сделки форвардного контракта служит только банк, в то время как гарантией исполнения фьючерсного контракта выступает биржа, что считается более надежным.

1.1.3. Операции с фьючерсами и опционами

Опционы (*options*) могут быть как биржевыми, так и внебиржевыми, а вот фьючерсы (*futures*) бывают исключительно биржевыми (табл. 1.3).

Таблица 1.3. Фьючерсы на наиболее известные валютные контракты (на 1 февраля 2000 г.)

Инструмент	Индекс доллара США (Dollar Index)	Евро (EUR)	Британский фунт (GBP)	Швейцарский франк (CHF)	Японская иена (JPY)	Канадский доллар (CAD)
Биржевой тикер	DX	EU	BP	SF	JY	CA
Биржа	NYBOT	CME	CME	CME	CME	CME
Открытый интерес	7000	40 000	60 000	60 000	90 000	60 000
Среднедневной объем	3000	10 000	15 000	15 000	20 000	10 000
Размер контракта	1000 x Dollar Index	125 000	62 500	125 000	12 500 000	100 000
Залог для открытия позиции, \$	1596	2363	1485	2160	4050	1215
Минимальный шаг, \$	0.01	0.0001	0.0002	0.0001	0.000001	0.0001
Цена шага, \$	10	12.5	12.5	12.5	12.5	10
Пример котирования, \$	100.27	1.0707	1.6184	0.6671	0.008463	0.6777
Кредитный рычаг	63	57	69	39	27	56

Внебиржевыми называются валютные опционы (*OTC options*), где срок (дата), объем и цена поставки определяются соглашением сторон: банком или брокерской компанией, с одной стороны, и клиентом – с другой. Стандартными сроками поставки являются неделя, месяц и три месяца со дня заключения сделки, однако могут существовать и другие сроки исполнения опционов. Здесь все отдано на откуп контрагентам сделки, и вы как клиент можете запросить любую нужную вам дату исполнения опциона.

Срок поставки биржевых валютных фьючерсов и опционов (*futures & options*) определен биржей в соответствии с биржевыми правилами и спецификацией соответствующего фьючерсного или опционного контракта и не может быть изменен по соглашению сторон. Естественно, и даты исполнения фьючерсных и опционных контрактов строго фиксированы.

1.1.4. Субъекты валютного рынка

Основными участниками валютного рынка выступают:

- центральные банки;
- коммерческие и инвестиционные банки;
- пенсионные, инвестиционные и хеджевые фонды;
- экспортеры и импортеры;
- валютные биржи;
- валютные брокерские фирмы;
- спекулянты разных мастей.

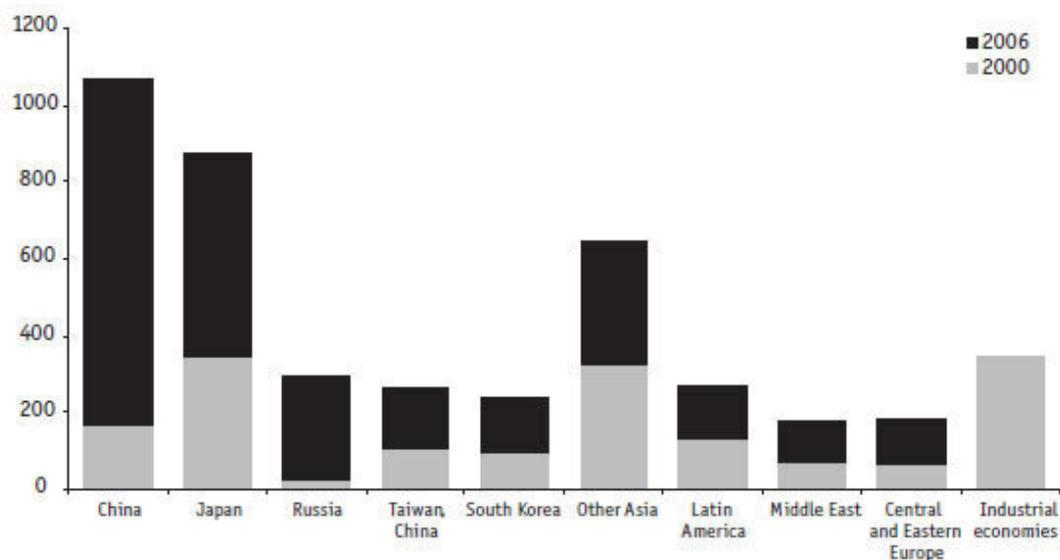
Естественно, на передовой валютного рынка находятся банки и валютные брокерские фирмы, которые оказывают услуги клиентам – фондам, прочим юридическим и физическим лицам – по обмену валют как посредством валютных бирж, так и заключая прямые контракты с клиентами.

Особое место в структуре мировых валютных рынков занимают центральные банки. Крупнейшими центральными банками, которые оказывают наибольшее воздействие на динамику валютных курсов, являются Федеральная резервная система США (*US Federal Reserve – FED*), Европейский центральный банк (*European Central Bank – ECB*); Бундесбанк Германии

(*Deutsche Bundesbank – BBK*, на сленге валютных дилеров просто *Buba*), Банк Англии (*Bank of England – BOE*, он же *Old Lady*) и Банк Японии (*Bank of Japan – BOJ*).

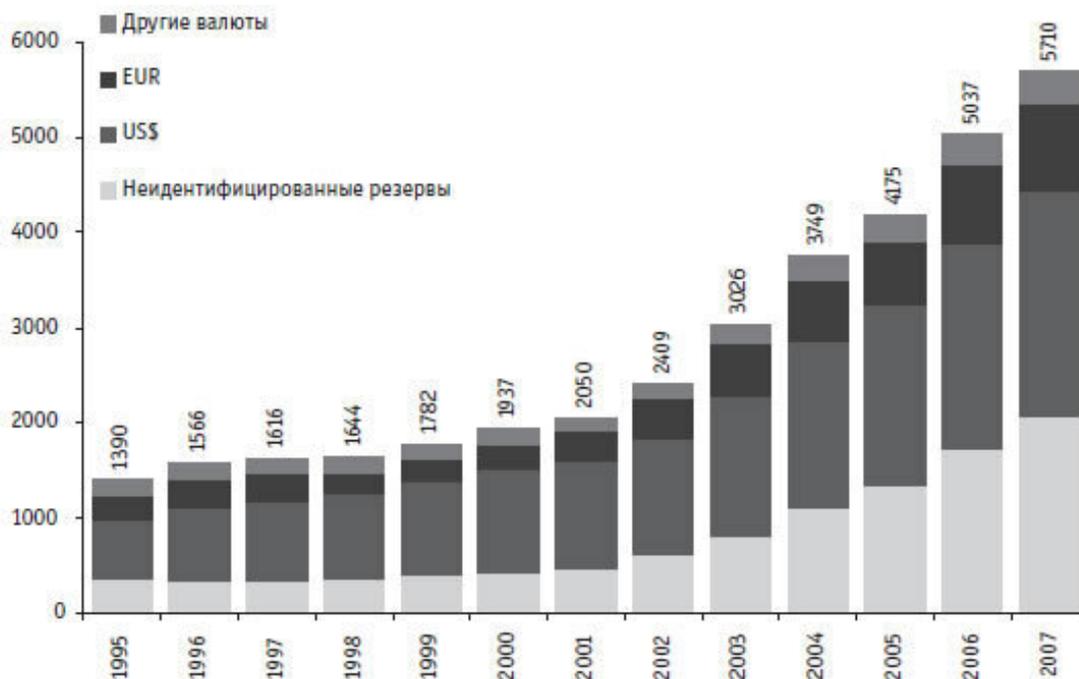
Центробанки важны для финансового рынка не только в силу своей способности печатать деньги и регулировать процентные ставки, но и из-за накопленных ими золотовалютных резервов. Так, если Народный Банк Китая в середине 2007 г. накопил валютных резервов на \$1.4 трлн, то понятно, что его небольшое, но неуклюжее движение на валютном рынке может вызвать бурю.

В начале XXI в. гигантские валютные резервы накапливают экспортно ориентированные страны, в первую нефтедобывающие и крупнейшие развивающиеся (рис. 1.9). Среди развитых стран только Япония смогла поддерживать высокие темпы роста валютных резервов. Доля развитых стран (кроме Японии) в валютных резервах упала за шесть лет с 20 до 8 %.



Источник: МВФ, расчеты автора

Рис. 1.9. Крупнейшие держатели валютных резервов (конец 2006 г.)



Источник: МВФ

Рис. 1.10. Динамика и распределение валютных резервов по валютам, млрд долл. (эквивалент)

Еще в середине 2001 г. доля американского доллара в мировых валютных резервах превышала 56 %. Однако вместе с падением курса доллара эта доля резко снизилась – до 41 % в 2007 г. Естественно, никто не хочет держать дешевеющую валюту – доллар США, что еще более ухудшает позиции этой валюты на мировой арене. Впрочем, хоронить доллар пока еще рано, ведь доля валюты номер два в валютных резервах – евро – составляет только 16 %, поднявшись с момента ввода в 1999 г. только на 2 %. Удельный же вес валют номер три и номер четыре – японской иены и британского фунта – суммарно в 2007 г. едва превышал 7 %, снизившись с 1999 г. почти на 3 %.

Впрочем, реальный расклад сил среди мировых резервных валют может быть иным, ведь огромную и быстро растущую долю валютных резервов составляют так называемые *неидентифицированные* валютные резервы⁶. За период с 1999 по 2007 г. доля этих резервов выросла с 23 до 36 % (рис. 1.10). Произошло это во многом благодаря Народному Банку Китая, который не раскрывает структуру своих валютных резервов. А в таких резервах, естественно, есть и доллары, и евро, и другие валюты.



The Federal Reserve Board



⁶ См.: <http://www.petersoninstitute.org>.

Федеральная резервная система США (ФРС) была образована в 1913 г. Она функционирует как независимый орган Федерального правительства США и подотчетна конгрессу, хотя президент назначает членов Совета управляющих ФРС. История ФРС насчитывает не так много председателей, поэтому каждый из них оставил глубокий след в мировой финансовой истории.

Председатель ФРС США		с...	по...
Чарльз Гамлин	<i>Charles S. Hamlin</i>	10 августа 1914 г.	9 августа 1916 г.
Хардинг	<i>W.P.G. Harding</i>	10 августа 1916 г.	9 августа 1922 г.
Даниель Криссинджер	<i>Daniel R. Crissinger</i>	1 мая 1923 г.	15 сентября 1927 г.
Рой Янг	<i>Roy A. Young</i>	4 октября 1927 г.	31 августа 1930 г.
Евген Майер	<i>Eugene Meyer</i>	16 сентября 1930 г.	10 мая 1933 г.
Евген Блэк	<i>Eugene R. Black</i>	19 мая 1933 г.	15 августа 1934 г.
Мэрринер Эклз	<i>Marriner S. Eccles</i>	15 ноября 1934 г.	31 января 1948 г.
Томас Маккейб	<i>Thomas B. McCabe</i>	15 апреля 1948 г.	31 марта 1951 г.
Уильям Мартин-младший	<i>Wm. McC. Martin, Jr</i>	2 апреля 1951 г.	31 января 1970 г.
Артур Барнс	<i>Arthur F. Burns</i>	1 февраля 1970 г.	31 января 1978 г.
Уильям Миллер	<i>G. William Miller</i>	8 марта 1978 г.	6 августа 1979 г.
Пол Волкер	<i>Paul A. Volcker</i>	6 августа 1979 г.	11 августа 1987 г.
Алан Гринспен	<i>Alan Greenspan</i>	11 августа 1987 г.	31 января 2006 г.
Бен Бернанке	<i>Ben S. Bernanke</i>	1 февраля 2006 г.	...

С 1 февраля 2006 г. пост председателя Совета управляющих ФРС (*Chairman*) занимает Бен Бернанке (1953), сменивший на этом посту легендарного Алана Гринспена.

Алан Гринспен



Бен Бернанке



И хотя политика Гринспена была весьма противоречивой, о чем уже написано в ряде книг, он стал главным архитектором благополучия Америки в 1990-х гг. По признанию практически всех ведущих мировых экономистов и политиков, Гринспен был символом денежно-кре-

дитной политики США, нацеливая ее на стимулирование стабильного экономического роста в сочетании с низкой инфляцией и высокой занятостью.

Сравнительно мягкая денежно-кредитная политика нашла свое отражение в относительно низких процентных ставках и сопровождалась длительным, в течение почти десяти лет, экономическим ростом, что в сочетании с высочайшей ликвидностью и технической организованностью привлекло на фондовый рынок США инвесторов со всего мира. В первую очередь инвесторов привлекает рынок акций, а положительная разница процентных ставок в пользу доллара обеспечила также стабильный спрос и на облигации. Все это, вместе взятое, оказывало позитивное воздействие на доллар, который является единственной валютой платежа за американские инвестиционные активы.

К тому же сила экономики США способствует использованию этой валюты в качестве защитной (*safe currency*) в периоды политических и экономических кризисов, происходящих в других регионах.

Неплохой иллюстрацией важной роли, которую играл Гринспен на валютном рынке, стала реакция рынка на всего один его риторический вопрос: помогло ли «иррациональное изобилие» раздуть стоимость активов акционерных компаний? В результате «обдумывания» этого вопроса рынок пришел к выводу, что Гринспен предупреждает о перегретости американского фондового рынка. И это привело 6 декабря 1996 г. к самому сильному за предыдущие три месяца ослаблению доллара США против немецкой марки, произошедшему в течение одного дня.

Но эпоха Гринспена прошла. Что же до Бена Бернанке, то он известен своими антиинфляционными трудами и высказываниями. А значит, выбирая между поддержкой экономического роста или борьбой с инфляцией – это две важнейшие задачи, которые стоят перед ФРС США при проведении денежно-кредитной политики, он при прочих равных условиях выбирает последнее. С точки зрения денежной политики одновременно бороться с инфляцией и стимулировать экономический рост практически невозможно. Стимулирование экономического роста требует смягчения денежной политики за счет снижения учетной ставки, а основным методом борьбы с инфляцией, наоборот, считается ужесточение денежной политики на фоне роста учетной ставки ФРС. В связи с этим весьма показательной можно назвать его реакцию на кредитный кризис в августе – сентябре 2007 г. Так, 18 сентября этого года инвесторы всего мира с замиранием сердца ожидали вердикт FOMC. На фоне рекордных цен на нефть, двукратного повышения цен на фьючерсную пшеницу было принято решение снизить учетную ставку сразу на 50 пунктов: с 5.25 до 4.75 %.

И здесь следует рассказать, наверное, о самом таинственном и стратегически важном органе, который вершит судьбы чуть ли не всего мира, – FOMC (*Federal Open Market Committee* – Федеральный комитет открытого рынка).



FOMC – комитет в структуре ФРС США. В него входит в полном составе Совет управляющих ФРС. Обязательный член – президент Нью-Йоркского федерального резервного банка; еще четыре президента других федеральных резервных банков входят в *FOMC* по принципу ротации.

Этот комитет проводит свои заседания раз в 4–6 недель, на которых обсуждаются и принимаются решения о состоянии экономики, объемах кредитования, процентных ставках, регулировании валютного рынка и других вопросах денежно-кредитной политики США. *FOMC* – одна из ключевых организаций современного государственного регулирования финансовых рынков. Возглавляет *FOMC* председатель ФРС.

Дополнительную информацию о ФРС и *FOMC* можно найти на сайте <http://www.federalreserve.gov>. Кроме того, здесь размещены статистические материалы о крупнейшей экономике мира, в основном об американских банках, денежной системе США, приведены курсы валютных котировок и процентных ставок, а также некоторые другие макроэкономические показатели.



В 90-х гг. прошлого века значительное влияние на валютный рынок оказывал Роберт Рубин (*Robert Rubin*), который с 10 января 1995 г. по 2 июля 1999 г. занимал должность секретаря Казначейства США (*Secretary of the Treasury, U.S. Department of Treasury*). Сразу после него и до завершения президентства Билла Клинтона этот пост занимал Лоуренс Саммерс

(*Lawrence H. Summers*). С 20 января 2001 г. следующим 72-м министром финансов, иногда еще так называется должность секретаря казначейства, был Пол О'Нил (*Paul H. O'Neill*). С 13 января 2003 г. секретарем казначейства стал Джон Уильям Сноу (*John William Snow*), реально вступивший в эту должность 3 февраля. Неизвестно, какую роль сыграл Сноу в девальвации доллара 2003 г., однако падение американского доллара против евро за этот год на 17.5 % (с 1.04 до 1.26) можно приписать его целенаправленной политике. 10 июля 2006 г. вступил в должность очередной, 74-й секретарь казначейства (глава Минфина) США – Генри М. Поулсон-младший (*Henry M. Paulson, Jr.*). До этого г-н Поулсон занимал пост руководителя (CEO) Goldman Sachs, одного из крупнейших американских банков, в котором работал с 1974 г. Политика слабого доллара продолжилась. Хотя с точки зрения Минфина, вынужденного привлекать иностранных инвесторов с целью покупки американских государственных облигаций для финансирования огромного бюджетного дефицита и государственного долга, ослабление доллара нежелательно. Ведь для покрытия убытков кредиторов США, возникающих в период ослабления доллара, казначейство вынуждено поднимать процентные ставки, что еще больше увеличивает нагрузку на госбюджет. Но об этом мы поговорим подробнее немного позже.

Дополнительные сведения о действующем руководителе казначейства вы можете получить на сайте <http://www.ustreas.gov>.

Роберт Рубин был поклонником сильного доллара, утверждая, что «сильный доллар является национальным интересом», так как способствует низкой инфляции. Так, в 1995 г. Рубин сыграл важную роль, порекомендовав ФРС вместе с центральными банками ряда других стран выкупить на рынке \$6.5 млрд для поддержания стремительно дешевевшей американской валюты. Напомню, что немногим ранее, 19 апреля 1995 г., американский доллар упал против японской иены до исторического минимума – 79.75 иены за доллар, хотя еще в начале 1970-х гг. торговался на уровне выше 300 иен за доллар. Обвал доллара заставил многих экономистов забыть тревогу, предсказывая ускорение инфляции и бегство инвесторов с американского фондового рынка.



Кроме того, Рубин принял самое непосредственное влияние в локализации и разрешении мексиканского кризиса 1995 г., а также азиатского кризиса 1997 г.

В начале 1990-х гг. немалую роль в регулировании валютного рынка сыграл Ллойд Бентсен (*Lloyd Bentsen*).

Lloyd Bentsen
Secretary of the Treasury.

В противоположность Рубину и Сакакибаре, о котором речь пойдет ниже, Ллойд Бентсен был приверженцем сильной иены. Будучи министром финансов США (с 1993 г.), он создал так называемый «верхний предел Бентсена» для доллара. Главной целью его борьбы за сильную иену было уменьшение отрицательного сальдо торгового баланса США в торговле с Японией, достигшего к концу 1992 г. гигантских для того времени \$49.4 млрд.

В начале 1993 г. Бентсен сказал, что более сильная японская валюта поможет внешней торговле США. В результате иена уже в августе того же года выросла с январских 126 до 100 иен за доллар. Однако в январе 1994 г. доллар вернулся к уровню 113 иен, что побудило Бентсена вновь заявить, что «ослабление иены – недопустимый для Японии выход из рецессии». И рынок снова «послушался» Бентсена. В итоге к маю 1995 г. доллар потерял 37 % своей стоимости против иены, если за точку отсчета взять начало министерской деятельности Бентсена.

**Генри М. Поулсон-
младший**

09.07.2006 — ...



Во второй половине 2000-х гг. политику Бентсена, но по отношению не к Японии, а к другому «бичу» импорта США – Китаю, подхватил новый глава казначейства – Генри Поулсон-младший. Он с завидным постоянством повторял, что китайский юань недооценен и это влияет на торговый баланс США, постоянно ухудшая его дефицит за счет растущего импорта из Китая. Трудно с ним не согласиться. Когда мы говорили о паритете покупательной способности, то частично рассматривали валютную политику Китая.



EUROPEAN CENTRAL BANK

Европейский центральный банк (ЕЦБ) был создан совсем недавно – в 1998 г., однако ему очень быстро удалось занять важнейшую позицию регулятора денежной и валютной политики объединенной Европы, оказывая влияние на весь мир, хотя и уступая пальму первенства ФРС США.

Первым президентом ЕЦБ был голландец Вим Дуйсенберг (*Willem F. Duisenberg*), а с 1 ноября 2003 г. на посту первого европейского центробанкира его сменил француз Жан-Клод Трише (*Jean-Claude Trichet*).

Вим Ф. Дуйсенберг

01.06.1998 — 30.10.2003



Жан-Клод Трише

01.11.2003 — ...



Дополнительную информацию о ЕЦБ и весьма полезную статистическую информацию о Еврозоне вы можете найти на сайте <http://www.ecb.int>.



Бундесбанк Германии был важнейшим банком Европы до момента появления ЕЦБ. На пике своего могущества, с 1 октября 1993 г. по сентябрь 1999 г., Бундесбанк возглавлял Ханс Титмайер (*Hans Tietmeyer*), человек-легенда валютного рынка 1990-х гг., сделавший свое ведомство одним из самых влиятельных среди центральных банков в мире. Титмайер придерживается концепции, что помощь другим странам в ущерб Германии недопустима. Главным врагом экономики Титмайер считал инфляцию, с которой он боролся традиционным монетарным методом – через процентные ставки. Иногда свои решения он принимал неожиданно даже для известных аналитиков. Например, 9 октября 1997 г. только четыре из 34 аналитиков, опрошенных *Bloomberg News*, ожидали изменения учетной ставки Бундесбанком, а Титмайер ставку все-таки изменил.

Ханс Титмайер весьма скептически относился к единой европейской валюте. Как-то раз он даже сказал, что «небо не упадет на Европу», если введение отдельной валюты будет отсрочено. Вместе с тем он поддержал усилия бывшего в те годы канцлером Германии Гельмута Коля (*Helmut Kohl*) по стабилизации денежно-кредитной системы Германии для соблюдения критериев Маастрихтских соглашений.

Все свое влияние Ханс Титмайер направил на создание Европейского центрального банка как копии Бундесбанка, нацеливая его на регулирование денежной массы в качестве главного способа влияния на инфляцию. И современная политика ЕЦБ действительно напоминает действия титмайеровского Бундесбанка.

С 1 сентября 1999 г. Бундесбанк возглавил новый президент – Эрнст Вельтке (*Ernst Welteke*).

Ханс Титмайер



Эрнст Вельтке



Дополнительную информацию можно найти на сайте Бундесбанка <http://www.bundesbank.de>.



Во главе *Old Lady*, или официально Банка Англии, с 30 июня 2003 г. встал Мервин Элистер Кинг (*Mervyn Allister King*). До этого в течение 10 лет (с 1 июля 1993 г.) первым лицом Банка Англии был Эдвард Джордж (*Edward Alan John George*).

Дополнительную информацию о деятельности Банка Англии можно найти на сайте <http://www.bankofengland.co.uk>.

Мервин Элистер Кинг



Банк Японии с марта 2003 г. возглавил Тошихико Фукуи (*Toshihiko Fukui*), а его заместителями были Тоширо Муто (*Toshiro Muto*) и Казумаса Ивата (*Kazumasa Iwata*). Банк Японии играет в жизни экономики страны не такую важную роль, как, например, ФРС США, ЕЦБ или Банк Англии. Гораздо больше влияния на валютный рынок имеет Минфин Японии.

Тошихико Фукуи



Тоширо Муто



Казумаса Ивата



Дополнительную информацию можно найти на сайте Банка Японии <http://www.boj.or.jp>.



Министерство финансов Японии играет намного более важную роль, нежели Банк Японии, который скорее выполняет техническую функцию по отношению к действиям Минфина.

По признанию практически всех аналитиков, в 1990-х гг. самой большой властью в денежно-кредитной политике послевоенной Японии обладал Эисуке Сакакибара (*Eisuke Sakakibara*), или «Мистер Иена» (*Mr. Yen*), как называли Сакакибару в тот период, когда он возглавлял японский Минфин. Уважительного прозвища Сакакибара удостоился, когда за один год – с середины 1995 г. по середину 1996 г. – возглавляемое им ведомство руководило валютными интервенциями Банка Японии. Общая сумма интервенций за этот период составила около \$40 млрд, включая интервенции других центробанков, направленных на усиление доллара США.

Экспортно ориентированная экономика Японии в то время страдала от «иендака» (японский термин) – повышения курса иены. «Иендака» угрожала экспортному потенциалу страны и негативно влияла на финансовую стабильность экспортно ориентированной экономики Японии. Отягчающим обстоятельством было постоянное удешевление зарубежных инвестиций,

капиталов и активов относительно иены, которая есть и была валютой балансов японских финансовых и промышленных организаций.

Валютное кредо Эисуке Сакакибары – «усиление иены нежелательно» – полностью совпадало с позицией Роберта Рубина, который выступал за сильный доллар на фоне слабой иены. Так что в период укрепления иены Сакакибара постоянно искал возможности для валютной интервенции, продавая иену против других валют, особенно против американского доллара.

Практически все торговцы, зная Сакакибару как неумолимого игрока, чутко реагировали не только на его действия, но и на его слова. Порой было достаточно одного намека на недовольство по поводу роста курса национальной валюты Японии, и спекулянты покорно отступали, продавая иены. Исключение составляли случаи, когда усиление иены было обусловлено значимыми и неизбежными фундаментальными событиями, а не спекулятивными движениями. В такие времена даже валютные интервенции Банка Японии могли разве что притормозить нежелательную тенденцию, но никак не развернуть ее.

Преемником Эисуке Сакакибары на посту министра финансов Японии стал Киичи Миядзава (*Kiichi Miyazawa*), который продолжил политику своего предшественника по всемерному сдерживанию усиления иены.

Какое-то время после Миядзавы министром финансов Японии был Масаджуро Шиокава (*Masajuro Shiokawa*), занявший этот пост, когда ему было уже больше 80. Однако вскоре, 22 сентября 2003 г., его сменил более молодой Садаказу Танигаки (*Sadakazu Tanigaki*).

Эисуке Сакакибара



Киичи Миядзава



Масаджуро Шиокава



Садаказу Танигаки



Дополнительную информацию можно найти на сайте Министерства финансов Японии <http://www.mof.go.jp>.



**Дилинговая комната Банка Японии,
из которой осуществляются валютные интервенции**

Дилинговая комната Банка Японии, из которой осуществляются валютные интервенции

Суверенные фонды благосостояния (*Sovereign Wealth Funds*), или СФБ, – это новый класс международных игроков валютного рынка. Эти фонды обещают перещеголять центральные банки по своим размерам, а значит, и по влиянию на валютные рынки уже в 2011 г. Так, в начале 2007 г. сумма средств под управлением СФБ составляла немногим менее \$3 трлн против \$5 трлн золотовалютных резервов под управлением центробанков. Однако в Morgan Stanley ожидают, что к 2011 г. эти величины сравняются (по \$6.5 трлн), а к 2017 г. сумма активов СФБ намного обгонит валютные резервы центробанков, достигнув гигантской суммы \$17.5 трлн против \$10 трлн соответственно.

СФБ, как и центральные банки, – тоже государственные финансовые организации. Их создают экспортно ориентированные страны со стабильно большим сальдо торгового баланса. Самыми большими фондами обладают Объединенные Арабские Эмираты, Китай, Россия, Сингапур, Норвегия, Кувейт. Первый подобный фонд был создан Кувейтом еще в 1960 г. Однако расцвет их начался только в XXI в. вместе с накоплением центробанками слишком огромных резервов. Известно, что валютные резервы в основном вкладываются в государственные ценные бумаги Казначейства США. Однако ослабление американского доллара и стремительный рост стоимости сырьевых товаров вынуждают страны-экспортеры находить более выгодные активы. А так как центробанки по своей природе консервативны и не способны на эффективное инвестирование, то для подобных целей были созданы и создаются новые СФБ.

Так что внимательно следите за новостями об инвестиционных движениях СФБ: в силу своих поистине огромных размеров – в середине 2007 г. в среднем они управляли около \$100 млрд каждый – они, словно слон в посудной лавке, могут перевернуть рынки.

Среди коммерческих банков, активно торгующих валютами, выделяются *Barclays Bank*, *Chase Manhattan Bank*, *Citibank*, *Deutsche Bank*, *Standard Chartered Bank*, *Union Bank of Switzerland*, а также ряд других европейских, американских и азиатских банков. Ежедневный объем валютных операций этих банков превышает миллиарды долларов. При этом можно отметить высокую концентрацию валютообменных операций среди небольшого количества банков – более 3/4 дневного оборота валютного рынка проходит менее чем через 1000 бан-

ков мира. И с каждым годом концентрация усиливается, подстегиваемая процессом слияний и поглощений в банковском секторе.

Инвестиционные, пенсионные, венчурные и хедж-фонды⁷ проводят активную политику портфельного инвестирования. Политика этих организаций заключается в приобретении государственных и корпоративных акций и облигаций в различных странах мира. А так как это сопряжено со значительными объемами валютнообменных операций, то возникает как минимум потребность в хеджировании своих позиций при помощи заключения фьючерсных, форвардных или опционных контрактов, а при наличии достаточного опыта, денег и информации – как максимум и желание спекулировать некоторыми валютными парами.

Нас с точки зрения влияния на валютный рынок больше всего будут интересовать пенсионные и хедж-фонды. Пенсионные фонды основной задачей ставят сохранение вложенных в них средств, а получение прибыли отходит на второй план. Управляющие подобными фондами получают вознаграждение как процент от активов. Отсюда становится понятным, почему пенсионные фонды редко осуществляют рискованные спекулятивные операции. Однако они же в силу потребности в постоянной минимизации риска являются и активными хеджерами своих валютных позиций, возникающих в случае приобретения зарубежных активов. Совсем другую стратегию используют хедж-фонды. Управляющие хедж-фондов получают вознаграждение в виде процентов от прибыли, поэтому хедж-фонды стремятся заработать на любой, даже самой рискованной операции. Исторически пенсионные фонды были созданы раньше хеджевых (в 30-е и 60-е гг. XX в. соответственно), и на сегодня суммарные их активы значительно больше. Но снижение доходности классических инструментов инвестирования – государственные и корпоративные облигации – провоцирует все большее число инвесторов вкладывать свои средства в хедж-фонды, несмотря на более высокий риск таких инвестиций. Обычно периоды длительного финансового благополучия повышают аппетиты инвесторов к риску. Однако после краткосрочных, но мощных финансовых штормов этот аппетит угасает, и инвесторы ищут спокойные гавани для своих активов.

В настоящий момент именно агрессивная спекулятивная деятельность хедж-фондов стала главным источником нестабильности финансовых рынков. Зачастую только одни слухи о том, что какой-то крупный хедж-фонд начал занимать определенные позиции на рынке – накапливать либо распродавать некий товар, способны сильно «качнуть» рынок в ту или иную сторону.

Одним из наиболее известных фондов конца прошлого столетия являлся *Quantum Fund*, входивший в «империю» Джорджа Сороса (*George Soros*), одного из самых знаменитых валютных спекулянтов XX в.

⁷ Обычно их называют фондами (*funds*).

Джордж Сорос

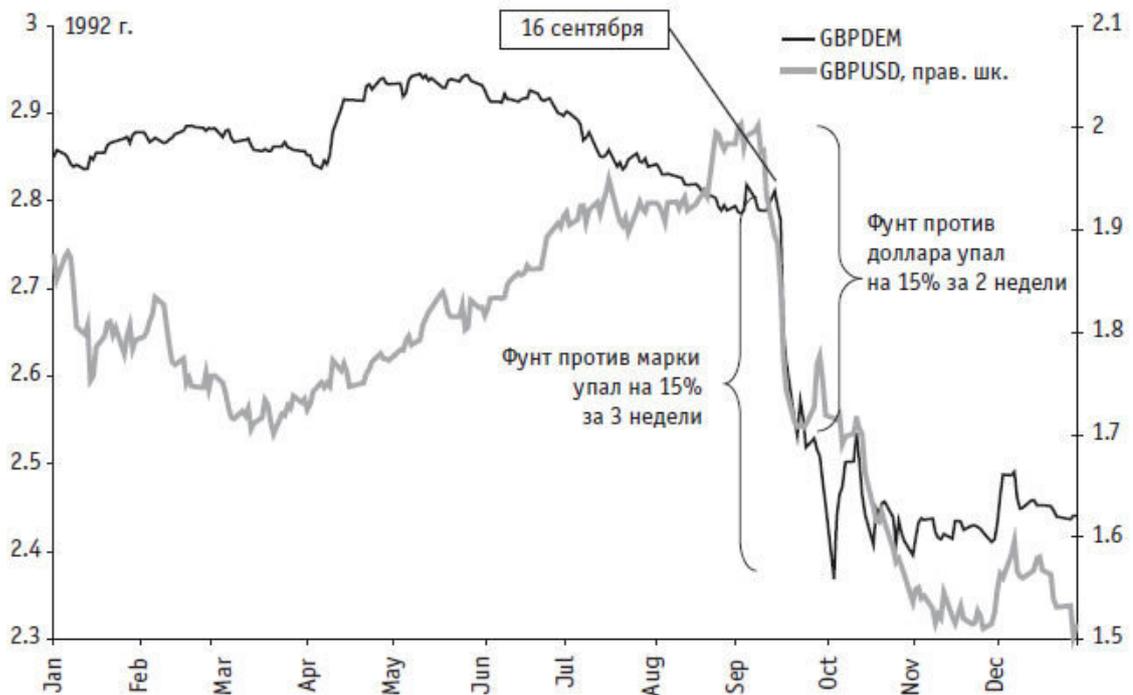


В первую очередь Сорос известен как человек, который «обрушил» Банк Англии. В 1992 г. *Quantum Fund* занял позицию с расчетом на падение фунта стерлингов против немецкой марки и американского доллара. Естественно, Банк Англии защищал национальную валюту Великобритании. Но макроэкономика была не на стороне Old Lady, и в итоге Банк Англии не смог удержать фунт от девальвации даже путем поднятия ставки ссудного процента на пять полных процентов (до 15 %). Удержание курса фунтов стерлингов стоило Казначейству Великобритании 3.4 млрд фунтов стерлингов, из которых более \$1 млрд «прибрал к рукам» *Quantum Fund* Джорджа Сороса (рис. 1.11).

День, когда британский фунт рухнул против немецкой марки сразу на 4.5 %, – 16 сентября 1992 г. – вошел в историю как «черная среда». Перед этим, кстати, начиная с 9 сентября фунт уже успел упасть против доллара США почти на 8 %. Кроме негативного финансового результата девальвации фунта итогом такого падения стал выход Великобритании из Европейской валютной системы, вслед за которым последовали серьезные изменения валютной политики всех западноевропейских стран.

Очень интересно и поучительно об этом случае в истории британского фунта и немного о своей «скромной роли» Джордж Сорос написал в книге «Алхимия финансов»⁸.

⁸ См.: Сорос Дж. Алхимия финансов. – М.: ИНФРА-М, 1996.



Источники: <http://www.bankofengland.co.uk>, <http://www.bundesbank.de>

Рис. 1.11. История падения фунта стерлингов в 1992 г.

Впрочем, другие крупные спекуляции Джорджа Сороса на валютном рынке были не столь удачны. Так, в один день – 7 октября 1998 г. – Сорос потерял около \$380 млн (или 4 % активов *Quantum Fund*), когда доллар США упал против иены на максимальную за предыдущие 25 лет величину. Причиной столь сильного падения были срочная покупка хедж-фондами иен из-за необходимости закрытия позиций кэрритрейд (*Carry trade*) вследствие экономического кризиса в России. О сути позиций кэрритрейд, которые стали важнейшим элементом современного валютного рынка, мы поговорим немного позже.

Еще около \$2 млрд Джордж Сорос потерял опять же из-за России, в том числе из-за четырехкратной девальвации рубля, которая произошла в августе 1998 г.

Уоррен Баффетт



Уоррен Баффетт (*Warren Buffett*), которого за уединенный образ жизни в глухом американском штате часто называют «отшельником из Омахи», до 2002 г. не был активным игроком на валютном рынке. Он предпочитал инвестировать только в американские акционерные компании и не выходить за пределы США. И хотя имя Баффетта не слишком хорошо известно широкой публике, его влияние на мировые финансовые рынки на порядок значимее, нежели влияние Сороса. По признанию многих аналитиков Баффетт – величайший инвестор за всю мировую финансовую историю. Так, за период с 1957 по 1995 г. доходность операций Уоррена составляла в среднем 27 % в год. Пусть эта величина и меньше, чем у Джорджа Сороса, который за период с 1969 по 1995 г. зарабатывал в среднем 34 % в год, но зато она получена за гораздо больший период времени.

Свои операции Уоррен Баффетт проводит через созданный в 1964 г. инвестиционный холдинг *Berkshire Hathaway* (<http://www.berkshirehathaway.com>), который держит большие пакеты акций ряда крупнейших американских корпораций (табл. 1.4). Слухи о том, что Баффетт интересуется какой-либо компанией, мгновенно поднимают котировки ее акций не на один процент, а капитализацию – на десятки миллионов или даже миллиарды долларов.

Таблица 1.4. Крупнейшие пакеты акций в инвестиционном портфеле Berkshire Hathaway

	Доля в уставном фонде, %	Год покупки пакета акций	Первоначальные затраты на покупку акций, млн долл.	Рыночная стоимость акций на 31 декабря 2003 г., млн долл.
American Express Company	11.8	1998	1 470	7 312
The Coca-Cola Company	8.2	1994	1 299	10 150
The Gillette Company	9.5	1989	600	3 526
H&R Block, Inc.	8.2	—	227	809
HCA Inc.	3.1	—	492	665
M&T Bank Corporation	5.6	—	103	659
Moody's Corporation	16.1	2000	499	1 453
PetroChina Company Limited	1.3	—	488	1 340
The Washington Post Company	18.1	1973	11	1 367
Wells Fargo & Company	3.3	2003	463	3 324
Другие	—	—	2 863	4 682
Всего	—	—	8 515	35 287

Источник: Годовой отчет Berkshire Hathaway (2003)

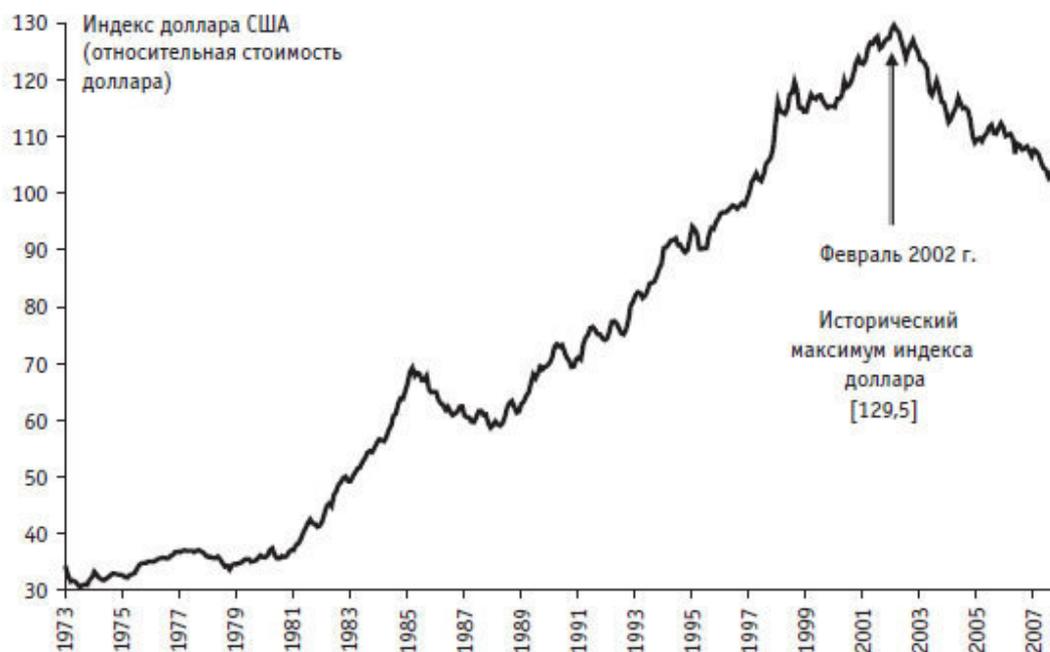
Инвестиционная стратегия Уоррена Баффетта очень проста – покупай недооцененные компании и держи их как можно дольше. И за редким исключением он не занимается спекуляцией.

Но расскажу об одном исключении, имеющем отношение именно к валютному рынку.

До 2002 г. Баффетт зарабатывал только на покупке акций американских компаний и не занимался валютными спекуляциями. И когда у него спрашивали относительно американского доллара, Баффетт неизменно повторял: «Вы не можете заработать деньги, делая ставки против Соединенных Штатов Америки». Согласитесь, очень патриотично.

Однако в 2004 г. в очередном годовом отчете *Berkshire Hathaway* Уоррен Баффетт объявил, что еще в 2002 г. сделал первую в своей жизни ставку на валютном рынке с использованием валютных форвардов, которую увеличил в 2003 г. Еще более странно, что эта ставка была сделана против доллара США – он купил пять иностранных валют против «бакса». Очень интересны причины, которые подвигли великого инвестора на старости лет сделать столь рискованную ставку (см. ниже выдержку из отчета).

Ставка против доллара принесла инвестиционному холдингу *Berkshire Hathaway* в 2002 г. прибыль в сумме \$193 млн, а в 2003 г. – \$536 млн. По состоянию на 31 декабря 2003 г. нереализованная прибыль по открытым валютным форвардным контрактам на сумму около \$11 млрд составляла \$630 млн. Таким образом, суммарная прибыль холдинга на валютных спекуляциях за 2002–2003 гг. превысила \$1.3 млрд. Согласитесь, весьма впечатляющий результат умелого применения фундаментальных знаний. По всей видимости, Баффетт поверил, что в 2002–2003 гг. американский доллар оказался переоцененным. И эта позиция была правильной: Уоррену удалось войти в рынок против доллара почти в самом начале его многолетнего медвежьего тренда (рис. 1.12).



Источник: www.federalreserve.gov

Рис. 1.12. Динамика относительной стоимости индекса доллара США
Выдержка из годового отчета *Berkshire Hathaway* (по итогам 2003 г.)

В течение 2002 г. мы вышли на валютный рынок, впервые в моей жизни, и в 2003 г. увеличили наши позиции, поскольку я как медведь занял более крупную позицию по доллару. Я должен обратить внимание на то, что кладбище прорицателей должно завести огромную секцию для макропредсказателей. Мы в *Berkshire* редко делаем макропрогнозы и редко видели, чтобы другие делали их с постоянным успехом.

Мы держим – и продолжим держать – большую часть активов *Berkshire* в американских активах. Но в последние годы торговый дефицит нашей страны сокращался за счет огромного количества требований к американской собственности со стороны остальной части мира. В течение некоторого времени иностранный аппетит к этим активам с готовностью поглощал предложение. Однако позднее, в 2002-м, мир начало «пучить» от этой диеты, и ценность доллара против основных мировых валют заскользила (вниз. – Прим. авт.). И даже в этом случае достигнутые обменные курсы не будут вести к обнулению нашего торгового дефицита. Продолжат или нет иностранные инвесторы, как и раньше, затовариваться долларами? Последствия этого (обесценения доллара. – Прим. авт.) непредсказуемы. Однако они могли бы быть неприятными и привести к большой неопределенности валютных рынков.

Практический интерес для валютных спекулянтов представляет контроль *Berkshire* за рисками изменения котировок доллара. Как указано в отчете, ежедневно *Berkshire* отслеживает изменение стоимости доллара и оценивает степень влияния на финансовое состояние самой *Berkshire*. В табл. 1.5 показано, как изменится итоговый финансовый результат (прибыль или убыток) *Berkshire* в случае соответствующего изменения котировок доллара. Как видим, равновеликий рост и снижение курса доллара по-разному отражаются на финансовом результате компании. Но отражаются с точки зрения итоговой прибыли компании – фонда Баффетта – правильно. Например, рост доллара на 20 % приведет к убыткам в сумме \$1.6 млрд, а снижение доллара на те же 20 % – к прибыли в сумме \$3.2 млрд. И такая разница – в сумме больше \$1.6 млрд – частично объясняется накопленной нереализованной прибылью по уже имевшимся на 31 декабря 2003 г. открытым форвардным контрактам (\$630 млн). Дополнительная прибыль

объясняется приводящей к положительным свопам разницей в процентных ставках между долларом и иностранными валютами, в которые инвестировал *Berkshire*. Выше мы немного говорили о свопах, но все-таки «волшебное превращение» времени в деньги с помощью свопов требует объяснений. Согласитесь, весьма приятно заработать даже в том случае, когда котировки выбранной вами валютной пары остаются на месте или немного идут против вас.

Таблица 1.5. Оценка нереализованного финансового результата Berkshire Hathaway

Нереализованный финансовый результат (на 31 декабря 2003 г.), млн долл.	Ожидаемый финансовый результат в случае роста (снижения) стоимости международных валют против доллара США, млн долл.					
	(20%)	(10%)	(1%)	1%	10%	20%
630	(1583)	(512)	512	748	1865	3230

Источник: Годовой отчет Berkshire Hathaway (2003)

К аналогичной группе участников валютного рынка относят финансовые организации, являющиеся структурными подразделениями транснациональных корпораций – *General Motors, Ford, Coca-Cola, Johnson & Johnson, British Petroleum, Sumitomo, Mitsubishi, Daimler-Chrysler* и т. п.

Брокерские фирмы отвечают за сведение вместе покупателя и продавца иностранной валюты и осуществление между ними валютной сделки. Эти конторы заняли свою нишу рынка, отвоевав позиции у банков за счет меньших затрат на проведение транзакций в силу специализации своей деятельности. За подобное посредничество брокерские фирмы получают комиссионные, которые обычно существенно меньше комиссионных, запрашиваемых банками. Для брокерских фирм основной формой взимания комиссионных на Forex являются спреды между котировками на покупку и продажу валют, когда брокер дешево покупает и дорого продает. Банки же со своих клиентов еще берут, как правило, фиксированный процент комиссии.

Крупнейшими брокерскими фирмами на валютном рынке являются *Bierbaum, Coutts, Harlow Buttler, Lasser Marshall, Tradition, Tullet and Tokio* и др.

Отдельную группу организаций, оказывающих значительное влияние на валютный рынок, составляют министерства финансов – Германии, Великобритании, Франции.

Все большее влияние на мировые валютные рынки начинает оказывать Китай, этакий «слон в посудной лавке», но это быстро обучающийся «слон». Период высоких цен на нефть привел к накоплению нефтедобывающими странами – в первую очередь арабского мира и Россией – огромных валютных резервов, что также не может не оказывать существенного влияния на рынок.

1.1.5. История становления валютного рынка

Знание истории валютного рынка дает нам неоценимую помощь в понимании механизмов его функционирования и основных причин изменения валютных курсов, а значит, и прогнозирования рынка.

В древнем мире валютообменные операции строились на основе обмена золотых и серебряных монет одних стран на другие в меняльных лавках, когда важными атрибутами обмена были обычные весы. Для менял важным было умение отличить фальшивую монету, покрытую золотом или серебром, от настоящей полновесной монеты. Кризисы в денежном мире возникали, когда один из правителей сознательно шел для покрытия своих расходов на изменение содержания драгоценных металлов в монетах, например добавляя медь.

Основные исторические вехи становления и развития современного валютного рынка

2 апреля 1792 г. – день рождения американского доллара (*US Dollar*).

1821–1914 гг. – эра золотого стандарта, когда мировая резервная валюта – английский фунт стерлингов (*GBP*) – свободно и без ограничений конвертировалась в золото.

1914 г. – с началом Первой мировой войны и ослаблением экономической мощи Великобритании на ведущие позиции выходит доллар США. Появляется долларовая зона, объединившая ряд стран Северной, Центральной и Южной Америки.

1922 г. – конференция в Женеве, где было предусмотрено создание золотого эталона и восстановления системы резервной валюты на основании довоенной модели.

1925 г. – установление Великобританией золотого эталона на основе довоенного паритета обмена фунта стерлингов на золото. Однако теперь резервы не ограничивались только золотом, а включали конвертируемую в золото валюту (например, доллар США). Правда, новый золотой стандарт фунта уже не был таким же твердым, как довоенный.

1929 г. – биржевой крах в США. На первой волне котировки американских акций снизились на 36 %. Затем акции отыграли почти половину величины падения, но за этим последовала вторая, намного более разрушительная волна обвала – за период с 1930 по 1932 г. акции подешевели еще на 80 %. Кризис дал толчок к коренным изменениям в экономической политике государства на финансовых рынках. Период с 1929 по 1933 г. вошел в учебники мировой истории под названием Великая депрессия.

1931 г. – паника на финансовом рынке Лондона, приведшая к фактической смене лидеров резервных валют. На первое место вышел доллар, а фунт отошел на вторые роли. Паника была вызвана затянувшейся депрессией в экономике США. Впервые «насморок» американской экономики вызвал серьезную болезнь в развитых европейских державах.

11 мая 1931 г. – крах одного из крупнейших банков мира – австрийского «*Кредит Анштальт*» – в апогее банковского кризиса Европы.

11 августа 1931 г. – мораторий Гувера, которым на год были приостановлены репарации Германии победившим в Первой мировой войне союзникам (репарации начались в 1921 г.). Репарации истощили экономику страны и привели к бешеной инфляции в Германии, ранее не виданной в странах Западной Европы.

Сентябрь 1931 г. – отмена Великобританией золотого эталона и введение свободно плавающего курса фунта стерлингов. С целью управления курсом был создан специальный Счет стабилизации обмена.

5 марта 1933 г. – отмена золотого эталона в США и введение свободно плавающего курса доллара.

1933 г. – формирование Золотого блока. В него вошли Франция, Италия, Швейцария, Голландия, Бельгия и Люксембург. Цель создания – сохранить золотую обратимость своих валют на уровне паритетов, зафиксированных еще в 1920-х гг.

30 января 1934 г. – ратификация Президентом США Рузвельтом Золотого резервного акта, которым устанавливался фиксированный паритет американской валюты к золоту, составивший \$35 за тройскую унцию. Этот паритет просуществовал до 1971 г.

Март 1935 г. – выход из Золотого блока Бельгии и девальвация бельгийского франка.

Сентябрь 1936 г. – полный распад Золотого блока.

25 сентября 1936 г. – подписание Великобританией, Францией и США Трехстороннего соглашения, согласно которому эти страны взяли на себя взаимную ответственность за нормальное функционирование валютного рынка своих стран. Это был первый прецедент придания контролю центральных банков над валютными рынками официального характера. К слову

сказать, традиционно центробанки контролируют поведение валютных рынков при помощи валютных интервенций (продажа инвалюты из резервов в случае девальвации национальной валюты и покупка в случае ее укрепления).

Июль 1944 г. – подписание Бреттон-Вудского соглашения, которым был введен долларовой стандарт. Валюты 44 стран были жестко привязаны к доллару США, а доллар – к золоту по курсу, установленному еще в 1934 г. (\$35 за тройскую унцию). Объявлено о создании Международного валютного фонда (МВФ, IMF) и Мирового банка.

Декабрь 1945 г. – вступление в силу Бреттон-Вудского соглашения.

1 марта 1947 г. – начало работы МВФ.

1947 г. – введение Италией свободного обменного курса к доллару США, имевшее разрушительные последствия для стерлинговой зоны. На первый взгляд звучит странно, но через кросс-курсы итальянской лиры к доллару и итальянской лиры к британскому фунту появилась возможность покупать фунты всего за \$2.6, а не по официальному курсу \$4 за фунт.

15 июля 1947 г. – официальное заявление Великобритании о свободной конвертируемости фунта стерлингов. Впервые после Второй мировой войны был восстановлен свободный обмен стерлинга на доллар и золото.

20 августа 1947 г. – временная приостановка конвертируемости фунта стерлингов.

Июнь 1948 г. – проведение фундаментальной денежной реформы в ФРГ, которая позволила немецкой экономике выйти из послевоенного кризиса. В результате этой реформы каждый гражданин получил по 60 марок, как и каждое предприятие на одного работающего. Сбережения в старых рейхсмарках были девальвированы исходя из соотношения 100:6.5.

1 июля 1948 г. – принятие плана Маршалла о восстановлении разрушенной войной экономики стран Европы.

1948 г. – введение Францией свободного обменного курса к доллару США.

Апрель 1949 г. – проведение денежной реформы в Японии.

18 сентября 1949 г. – 35 %-ная девальвация фунта по отношению к доллару. Новый курс – \$2.80 за фунт.

1950 г. – основан Европейский платежный союз (ЕПС), ставший одним из инструментов внешнейторговой политики ОЕСР (Организации европейского сотрудничества и развития, *OECD*). Цель создания ЕПС – подготовка европейских валют к полной конвертируемости.

18 апреля 1951 г. – создание Европейского объединения угля и стали, которое стало первым шагом к экономической интеграции Европы (сегодня известно как ЕЭС).

Март 1954 г. – введение Великобританией либерализационных мер по отношению к обмену фунта стерлингов на другие валюты. В результате произошло сближение рыночного и официального курсов фунта.

Февраль 1955 г. – фунт стерлингов стал реально конвертируемым.

1958 г. – девальвация французского франка на 17.55 %, сопровождавшаяся успешной борьбой с инфляцией.

27 декабря 1958 г. – официально вступила в силу конвертируемость валют всех стран – членов Европейского платежного союза. В этот же день ЕПС был заменен Европейским валютным соглашением (ЕВС). Эта конвертируемость опиралась на ось «доллар – золото».

1959 г. – денежная реформа во Франции. Новый франк обменивался на 100 старых.

20 октября 1960 г. – цена золота на свободном рынке Лондона достигла беспрецедентного уровня в \$40 за унцию, что угрожало стабильности доллара как мировой резервной валюты.

1960 г. – создание Золотого пула. Цель – сдерживание роста цены на золото – была достигнута. С конца 1960 г. по конец 1967 г. цена на золото не превышала \$35.35 за тройскую унцию.

Март 1961 г. – укрепление немецкой марки и голландского гульдена по отношению к доллару США. Причина – значительное положительное сальдо платежного баланса ФРГ и Нидерландов.

Август – октябрь 1962 г. – Карибский кризис (в США известен как Кубинский ракетный кризис – *Cuban missile crisis*). Снятие политической напряженности, которая могла привести к третьей мировой войне, самым лучшим образом повлияло на фондовый рынок США. В период с 1962 по 1966 г. цены на акции стремительно росли. Это был один из самых непредсказуемых фондовых бумов XX столетия, так как сопровождался ростом инфляции и соответствующим ростом процентных ставок.

2–4 августа 1964 г. – США вступают во Вьетнамскую войну, которая не только станет позором Америки, но и через десять лет приведет к затяжному экономическому кризису в США и отмене золотого стандарта американского доллара.

1965 г. – крах японского фондового рынка.

Февраль 1966 г. – бычий тренд рынка акций США закончился.

5–11 июня 1967 г. – Шестидневная война между Израилем и арабскими государствами (Египет, Сирия и Иордания). Арабские вооруженные силы были разбиты, но в ответ они впервые в истории применили «нефтяное оружие» – бойкот поставок нефти в США и Великобританию, поддержавших Израиль.

18 ноября 1967 г. – девальвация фунта стерлингов на 14.3 %. Основные причины – значительный объем военных долгов, непосильные обязательства второй резервной валюты, перестройка британской экономики. Последний удар по фунту последовал после июньской Шестидневной войны на Ближнем Востоке. По ее окончании арабские страны начали распродажу фунтов стерлингов, что на фоне огромного торгового дефицита Великобритании вызвало необходимость девальвации. Официальный курс фунта снизился с \$2.80 до \$2.40.

15–17 марта 1968 г. – распад Золотого пула. Причина – резкий рост цен на золото. Бреттон-Вудская система фиксированных валютных курсов начала трещать под гнетом отрицательного сальдо платежного баланса США вследствие огромных военных расходов на ведение войны во Вьетнаме и оттока золота из страны.

Май 1968 г. – социальные волнения в Париже, на урегулирование которых национальный банк Франции истратил большую часть своих валютных резервов. В итоге это привело к девальвации французского франка.

1969 г. – в рамках МВФ созданы специальные права заимствования (СДР, *XDR*). СДР позволили консолидировать мировые валютные резервы и управлять ими в рамках наднационального органа. Первоначально курс 1 СДР равнялся одному доллару США и соответствовал по золотому содержанию 0.888671 грамма чистого золота. Сейчас курс СДР устанавливается на основе корзины валют, состоящей из американского доллара, евро, японской иены и британского фунта. СДР предполагалось использовать как альтернативу золоту для наполнения официальных резервов. Однако сегодня эта «денежная» единица МВФ большой популярностью не пользуется.

8 августа 1969 г. – девальвация французского франка на 11 % по отношению к доллару США.

28 сентября 1969 г. – Германия приняла решение о введении плавающего курса своей валюты, что в дальнейшем привело к росту курса немецкой марки.

27 октября 1969 г. – ревальвация немецкой марки по отношению к доллару США на 9.3 %.

1970 г. – снижение учетных ставок в США, инициировавшее последующий кризис доллара.

3–5 мая 1971 г. – массированный сброс инвесторами долларов США, отреагировавших таким образом на двукратное снижение процентных ставок в США (с 9 % в январе 1970 г. до 3.7 % в феврале 1971 г.). Инвесторов даже не остановил рост этих ставок к маю до 4.6 %.

9 мая 1971 г. – Швейцария и Австрия ревальвировали свои валюты против американского доллара соответственно на 7.1 и 5.1 %.

15 августа 1971 г. – конвертируемость доллара в золото приостановлена. Причина отмены золотого стандарта – доллар оказался значительно переоцененным, а платежный баланс США в 1971 г. вошел «в глубокий минус». Тем не менее доллар остался основной резервной валютой.

17–18 декабря 1971 г. – Группа десяти⁹ заключила в Вашингтоне Смитсоновское соглашение (*Smithsonian Agreement*), согласно которому было принято решение о девальвации доллара по отношению к золоту с \$35 до \$38 за тройскую унцию, а также к валютам основных индустриальных государств и привязке последних к доллару фиксированным паритетом. С этого момента допускались максимальные колебания курса доллара на 2.25 % в обе стороны. Однако конвертируемость доллара в золото не была восстановлена. Фактически произошла девальвация доллара на 7.66 %.

7 марта 1972 г. – шесть первых членов ЕЭС образовали так называемую «змею в туннеле». Это означало, что колебания валют этих стран не могли превышать 1.125 % с одной и с другой сторон официального паритета. Это вдвое меньше, нежели допустимые колебания доллара (2.25 против 4.5 % соответственно), – Европа «переплюнула» Штаты. Для поддержания зафиксированных паритетов была создана специальная система интервенций. Результат создания «змеи» – образование де-факто зоны немецкой марки.

Июнь 1972 г. – Великобритания приняла решение о введении свободно плавающего курса фунта стерлингов.

Январь 1973 г. – итальянское правительство было вынуждено разделить валютный рынок на коммерческий и финансовый, введя соответствующие курсы.

27 января 1973 г. – США признали свое поражение во Вьетнамской войне и начали вывод войск из Вьетнама.

12 февраля 1973 г. – девальвация доллара по отношению к золоту с \$38 до \$42.2 за тройскую унцию. Это решение вызвало цепную реакцию смен фиксированных курсов и укрепление ряда валют против американского доллара (Швейцария и Япония ревальвировали франк и иену на 12 и 7.5 % соответственно). Бреттон-Вудский валютный рынок «управляемых колебаний» был официально закрыт, засвидетельствовав кончину Бреттон-Вудской валютной системы. Так закончился долгий путь от твердой привязки доллара к золоту через фиксированные курсы без возможности обмена на золото до узкого валютного коридора. Но все разновидности Бреттон-Вудской системы были построены на нерыночном принципе жесткого регулирования, поэтому развал этой системы был неизбежен и считался лишь вопросом времени.

19 марта 1973 г. – Япония и европейские страны с твердыми валютами приостановили свои обязательства по фиксированным обменным курсам. До этого момента курс японской иены был зафиксирован на уровне 360 иен за доллар. Начал работать современный валютный рынок с режимом плавающих обменных курсов.

17 мая 1973 г. – в Сенате США начались слушания по расследованию Уотергейтского дела, которые вызвали острейший политический кризис в этой стране.

Июль 1973 г. – управляющие центральных банков Группы десяти договорились заменить «управляемые колебания» на режим плавающих обменных курсов. Это решение означало конец эпохи официального долларového эталона, хотя фактически доллар США все еще остается основной резервной валютой.

⁹ Группа десяти (Group of Ten – G10) была создана в 1962 г. В нее вошли Бельгия, Великобритания, Германия, Голландия, Италия, Канада, США, Франция, Швеция и Япония.

16 октября 1973 г. – нефтяной шок. Первое значительное повышение цен на нефть: 16 октября цены были повышены на 70 %, а в итоге выросли почти в четыре раза. В результате столь сильного роста котировок нефти произошло перераспределение доходов, получаемых от добычи нефти в пользу стран ОПЕК. Годовой уровень доходов последних возрос с \$14.3 млрд в 1972 г. до \$90.5 млрд в 1974 г. В ценах 2003 г. это \$63 млрд и \$350 млрд соответственно. Неплохая прибавка! Нефтяной шок вызвал сильную инфляцию во всех индустриальных странах и резкий спад в мировой экономике в 1974–1975 гг. В этот же период значительно выросла цена на золото.

26 ноября 1974 г. – отставка премьер-министра Японии Какуси Танаки из-за подозрений во взяточничестве.

1974 г. – кризис на фондовом рынке США.

1975 г. – ведущие страны достигли неформального соглашения об отмене официальной цены на золото.

Январь 1976 г. – конференция МВФ на Ямайке отметила невозможность возврата к фиксированным обменным курсам. Впервые на официальном международном уровне каждой стране была предоставлена возможность принятия на выбор фиксированного или плавающего обменного курса.

1976 г. – главная особенность года – значительная «поляризация» европейских валют. Традиционно слабые валюты (фунт стерлингов, итальянская лира, французский франк) страдают от девальвации, а сильные валюты (немецкая марка, швейцарский франк и голландский гульден) продолжают усиливаться.

10 января 1977 г. – британский фунт официально прекратил выполнять функции резервной валюты.

Ноябрь 1977 г. – в Японии первый шок «иендака» – японская иена резко выросла, что стало результатом позитивного сальдо торгового баланса и во многом следствием скачка долларовых цен на нефть после нефтяного кризиса. Инфляция в Японии была на уровне близком к нулю. После 30 %-ного уровня инфляции в 1974 г. это был великолепный результат.

Апрель 1978 г. – центральным банкам ведущих индустриальных стран было разрешено покупать и продавать золото на свободном рынке без ограничений.

1 ноября 1978 г. – США, ФРГ, Япония и Швейцария договорились о совместных действиях по стабилизации обменных курсов. Цель – удержать курс доллара от обвала.

13 марта 1979 г. – создана Европейская валютная система. Введена в обращение единая расчетная валюта – ЭКЮ (*ECU – European Currency Unit*).

1979 г. – второй нефтяной кризис, вызвавший новый скачок цен на нефть. Основная причина – рост промышленного производства. Скачок произошел в обстановке перебоев с нефтедобычей в Иране, где в результате революции иранский шах был свергнут. Новый рост нефтяных котировок в странах Ближнего Востока привел к появлению огромных сумм свободных капиталов, которые затем хлынули на финансовые рынки Европы и США в поисках максимальных процентных ставок.

6 августа 1979 г. – занял свой пост новый управляющий ФРС Пол А. Волкер (*Paul A. Volker*). С его приходом ФРС начала активную борьбу с двузначной инфляцией путем ужесточения монетарной политики – уже в октябре ФРС подняла базовую ставку с 11 до 12 %. Деньги стали очень дорогим удовольствием.

21 января 1980 г. – исторический максимум цен на серебро и золото – \$52.5 и \$875 за тройскую унцию.

22 июля 1981 г. – исторический максимум процентной ставки федеральных фондов США (*fed fund rate*), по которой банки кредитуют на один день (*overnight*) другие банки под залог остатков на счетах ФРС – 22.36 %. Деньги оставались дорогими до августа 1982 г., спровоцировав мексиканский долговой кризис.

13 августа 1982 г. – кризис задолженности Мексики, показавший ненадежность долгов стран третьего мира и усиливший напряженность на финансовых рынках. Это на некоторое время ослабило доллар, но решительные меры ФРС по оказанию финансовой помощи Мексике позволили избежать кризиса доллара.

Март 1983 г. – девальвация французского франка.

1984 г. – рост курса доллара США, обусловленный высокими процентными ставками на фоне умеренной инфляции.

24 июня 1984 г. – 11 латиноамериканских стран попросили США и другие развитые промышленные страны снизить процентные ставки из-за обострения долгового кризиса.

Лето 1984 г. – в Западную Европу начали поступать нефть и газ с норвежских месторождений в Северном море, что в значительной мере ослабило зависимость европейской экономики от стран ОПЕК.

IV квартал 1984 г. – понижение процентных ставок в США, ставившее целью ослабить доллар. Однако после незначительного снижения доллар сделал очередной максимум. Американская промышленность начала переходить на импортное сырье и переводить производство за границу. Сильный доллар стал серьезной проблемой американской экономики.

22 сентября 1985 г. – Соглашение в отеле «Плаза» (*Plaza agreement*) в Нью-Йорке Группы пяти (США, Германия, Великобритания, Франция и Япония). Главное решение – понижение курса доллара посредством управляемых интервенций центральными банками «пятерки» на валютном рынке. Это соглашение фактически означало прекращение режима свободно плавающих обменных курсов и его замену на систему регулируемых плавающих курсов.

Январь – февраль 1986 г. – обвал нефтяных котировок в три раза в результате целенаправленной политики Саудовской Аравии. Еще в сентябре 1985 г. саудовцы перешли от политики защиты ценового равновесия на мировом рынке нефти к политике защиты собственных объемов нефтедобычи путем заключения сделок «нетбэк». Они гарантировали продажу любого объема нефти по любым ценам с заранее гарантированной прибылью нефтетрейдеров, например \$2 за баррель. Наряду с другими очевидными экономическими и политическими проблемами СССР это стало одной из причин развала Советского Союза.

Ноябрь 1986 г. – в Японии второй шок «иендака» – резкое повышение курса японской иены, которое стало результатом завоевания японскими высокотехнологичными товарами американского рынка. Так, в 1985 г. Япония заняла лидирующие позиции в производстве автомобилей (2-е место в мире после США), судов (1-е место, более 50 % мирового объема судостроения), стали (1-е место), электронной техники (2-е место после США). Всего с 1985 по 1988 г. курс иены по отношению к доллару вырос на 50 %.

Февраль 1987 г. – Луврское соглашение между странами Группы пяти и Канадой о координации валютных интервенций для стабилизации доллара США, который снижался слишком быстро, что угрожало стабильности мировой финансовой системы. Луврское соглашение распалось после биржевого краха в США 19 октября этого же года.

Сентябрь 1987 г. – крах на рынке государственных облигаций в Японии. Этому предшествовало значительное снижение процентных ставок с 5 до 2.5 %, предпринятое Банком Японии с января 1986 г. по февраль 1987 г. с целью поддержки японских экспортеров, которые потерпели серьезные убытки из-за резкого усиления иены после реализации Соглашения в «Плазе». Японские инвесторы из традиционных покупателей облигаций превратилась в продавцов, что спровоцировало последующее значительное падение цен на рынке государственных облигаций в США.

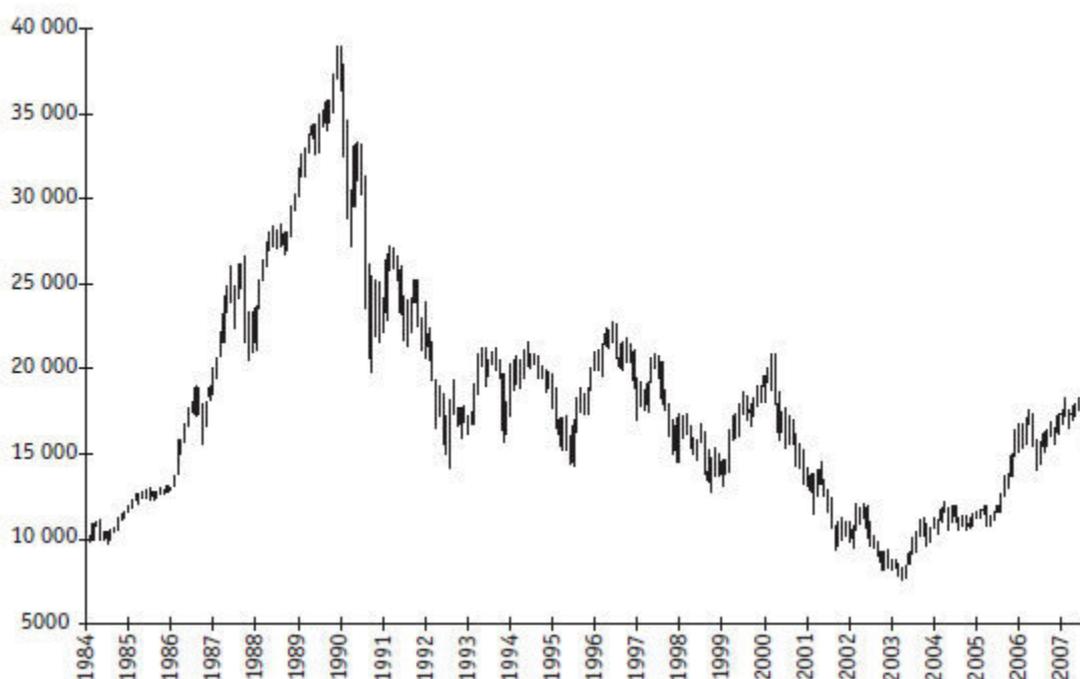
19 октября 1987 г. – «черный понедельник» – крах на Нью-Йоркской фондовой бирже. Индекс Доу – Джонса упал на 508 пунктов, или на 22 % своей величины, что близко к показателю биржевого краха 1929 г. Он сопровождался одновременным падением доллара, облигаций и акций. Зазвучали пророчества о переходе экономического и финансового могущества

от США к Японии, чему, однако, не суждено было случиться. По крайней мере в ближайшие 30 лет.

Январь 1988 г. – обвальный медвежий тренд по доллару США завершился, перейдя в фазу невыразительного снижения: темпы падения доллара замедлились и перемежались аналогичными, хотя и более слабыми периодами подъема. Это стало следствием улучшения платежного и торгового балансов.

Декабрь 1989 г. – исторический максимум (рис. 1.13) японского фондового индекса *Nikkei-225* (38 957 пунктов). Бум на фондовом рынке Токио был спровоцирован мягкой денежной политикой Банка Японии. С целью стимулировать внутренний спрос в 1987 г. он понизил учетную ставку до 2.5 %. Впоследствии, чтобы остановить бум, в 1989 и 1990 гг. Банк Японии предпринял ряд повышений учетной ставки (всего 5 раз), доведя ее до 6 %. Результатом резкого денежного сжатия стало ограничение кредитования и последующий крах финансового рынка и рынка недвижимости Японии.

1990 г. – объединение Германии, которое дало толчок усилению инфляционных процессов в объединенной стране и последующему росту процентных ставок. В результате нарушился баланс сил между немецкой маркой и остальными валютами, входящими в европейскую валютную систему.



Источник: www.yahoo.com

Рис. 1.13. Динамика японского фондового индекса *Nikkei-225*

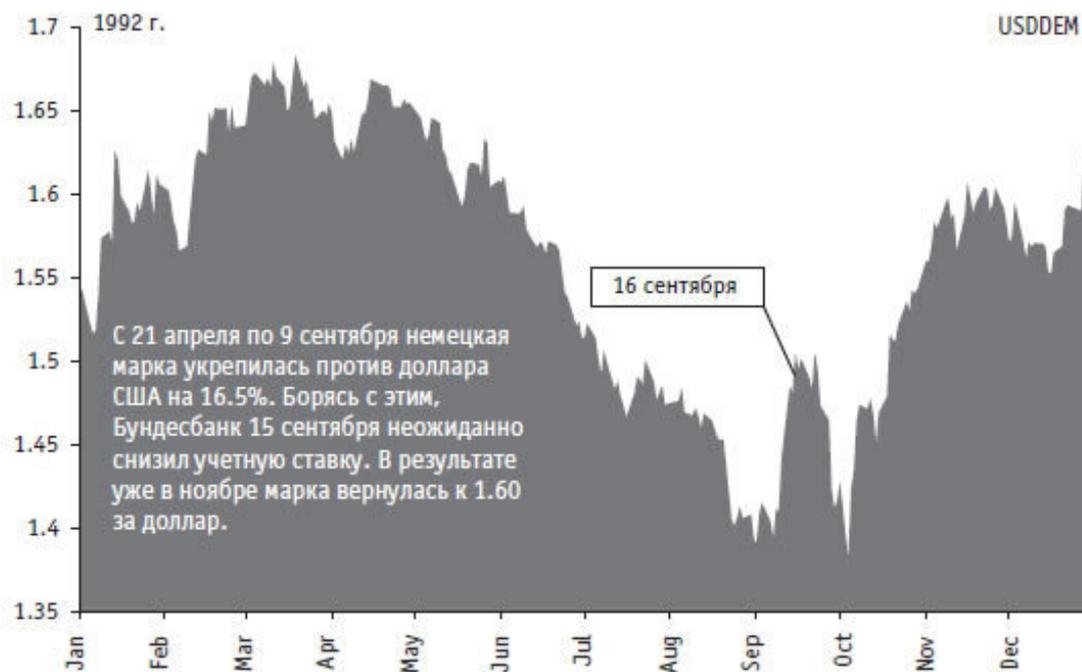
1991 г. – кризис на рынке недвижимости в Японии, в результате которого к 1998 г. падение цен на недвижимость достигло 80 % от пиковых цен.

15 мая 1991 г. – началась гражданская война в Югославии, создав многолетний очаг напряженности и политического риска для европейских валют.

9 сентября 1992 г. – начало обвального падения фунта стерлингов против доллара США. За следующие 14 торговых сессий, до 22 сентября включительно, фунт подешевел против доллара на 14.7 %.

15 сентября 1992 г. – немецкий Бундесбанк принял неожиданное решение снизить процентные ставки. Оно стало следствием укрепления немецкой марки по отношению к американскому доллару на 16.5 % в предыдущие пять месяцев (рис. 1.14).

16 сентября 1992 г. – «черная среда» фунта стерлингов – резкий рост курса немецкой марки и доллара США против фунта стерлингов, испанской песеты и итальянской лиры. Девальвация спровоцировала выход Великобритании и Италии из ЕВС. Джордж Сорос заработал за этот день более \$1 млрд на фоне общих потерь Казначейства Великобритании 3.4 млрд фунтов стерлингов.



Источник: <http://www.bundesbank.de>

Рис. 1.14. История «американских горок» немецкой марки против доллара США в 1992 г.

Июнь – июль 1993 г. – под угрозой стабильность французского франка и выход Франции из ЕВС. Курс франка по отношению к немецкой марке снизился до минимально допустимой соглашениями отметки.

Июль 1993 г. – встреча в Брюсселе руководителей центральных банков и министров финансов европейских государств. Причина – дестабилизация ЕВС, грозящая ее разрушением. Несмотря на отсутствие реальных результатов встречи, на европейском валютном рынке стало спокойнее и французский франк удержался в ЕВС.

4 февраля 1994 г. – ФРС США впервые за последние пять лет подняла базовую процентную ставку с 3.0 до 3.25 %. Сразу после объявления о повышении ставки немецкая марка в течение пятнадцати минут упала по отношению к доллару на 300 пунктов (с 1.7350 до 1.7650).

1994 г. – девальвация мексиканского песо к доллару США на 40 %. Кризис в Мексике оказал огромное негативное влияние на экономику США. В результате весь 1995 г. доллар по отношению практически ко всем валютам падал, достигнув исторических минимумов.

17 января 1995 г. – разрушительное землетрясение в Японии ускорило и без того стремительное падение фондового рынка этой страны.

27 февраля 1995 г. – крах старейшего (основан в 1762 г.) британского банка *Barings* вследствие неудачной игры на повышение японского фондового индекса *Nikkei* сингапурского дилера этого банка Ника Лисона. После объявления о банкротстве банка курс фунта стерлингов заметно снизился. Впоследствии этот банк был выкуплен за символический один фунт стерлингов голландским банком *ING*, в результате чего была создана группа *ING-Barings*.

8 марта 1995 г. – истерические продажи доллара против немецкой марки и японской иены вывели его курс на новый сниженный уровень – 1.3430 марки и 88.60 иены. Спреды между котировками на покупку и продажу достигали 50 пунктов, а единственными покупателями долларов на рынке были только центральные банки. За восемь дней марта доллар потерял более 8 %.

19 апреля 1995 г. – кризис американского доллара достиг апогея. Это выразилось в стремительном падении доллара по отношению ко всем ведущим валютам. Против немецкой марки и японской иены он достиг 1.3455 марки и 79.70 иены. С начала 1995 г. доллар упал более чем на 12 % против немецкой марки и более 22 % против японской иены. Основная фундаментальная причина – слабость американской экономики и бегство японских капиталов из США.

20 апреля 1995 г. – Япония понизила учетную ставку до исторически низкого уровня в 1 %. При текущем на тот момент уровне инфляции (около 2 %) реальный процент кредитования Банком Японии коммерческих банков оказался отрицательным.

25 апреля 1995 г. – встреча министров финансов Большой семерки (США, Германия, Великобритания, Франция, Италия, Канада и Япония) в Вашингтоне. Выработано единое мнение относительно валютной политики. Принято решение о совместных интервенциях в помощь доллару с целью удержать его стремительное падение.

29 мая 1995 г. – первые ощутимые результаты встречи 25 апреля. После очередного падения доллара против иены центральный банк Японии провел широкомасштабную интервенцию по покупке доллара. Позднее к нему присоединились центральные банки США, Германии, Франции, Великобритании, Италии, Голландии и Бельгии. В результате падение доллара удалось остановить. Единодушные и слаженные действия центральных банков ведущих стран по поддержке доллара США оказались для рынка сюрпризом. С этого дня доллар вошел в затяжной бычий тренд.

Апрель 1996 г. – очередная встреча финансовых лидеров Большой семерки. На встрече было заявлено, что текущий рыночный курс доллар /японская иена близок к оптимальному – 107 и 110 иен за доллар соответственно. Германия и США договорились продолжить совместные усилия по поддержке доллара.

Август 1996 г. – апрель 1997 г. – фунт стерлингов вернул утерянные еще в 1992 г. позиции по отношению к немецкой марке, поднявшись более чем на 20 %. Причина – сила экономики Великобритании на фоне слабости германской экономики. Подъем курса сопровождался значительным различием в процентных ставках этих стран. Доходность государственных ценных бумаг Великобритании почти вдвое превышала доходность аналогичных бумаг в Германии.

Январь 1997 г. – впечатляющий рост доллара США. Против немецкой марки и японской иены доллар «потяжелел» более чем на 7 %. Причина аналогична росту фунта стерлингов.

8–9 февраля 1997 г. – встреча Большой семерки в Берлине. Конкретных решений принято не было, но было заявлено о необходимости поддержания стабильности на валютном рынке. На следующий день рынок отреагировал очередным сильным ростом доллара. К маю доллар подорожал еще более чем на 5 %.

27 апреля 1997 г. – встреча министров финансов и руководителей центральных банков Большой семерки в Вашингтоне. На встрече были подведены итоги мирового развития за 1997 г. и отмечены успехи США и Великобритании в плане экономического роста. Высокая безработица (в Германии – самый высокий уровень со времени прихода к власти Гитлера) и

неэффективная налоговая система были выделены как основные проблемы европейских индустриальных государств. Официальных решений принято не было, однако высказано мнение о достаточности роста доллара США и желаемой стабилизации курсов на достигнутых рубежах.

Май 1997 г. – сильное падение доллара США против японской иены. Доллар «потерял в весе» более 10 %. Основная причина падения – оживление экономики Японии, ожидание роста процентных ставок в этой стране и, как результат, изменение долгосрочных позиций по иене (с медвежьих на бычьи).

17 августа 1998 г. – российский финансовый кризис, вызванный распадом долговой пирамиды ГКО (Государственные казначейские обязательства) и значительным объемом накопленных российскими банками форвардов на продажу долларов США против рубля по среднему, зафиксированному форвардными контрактами, курсу около 7 руб. за доллар. Почти сразу же после отмены валютного коридора курс рубля упал до 20 руб./долл.

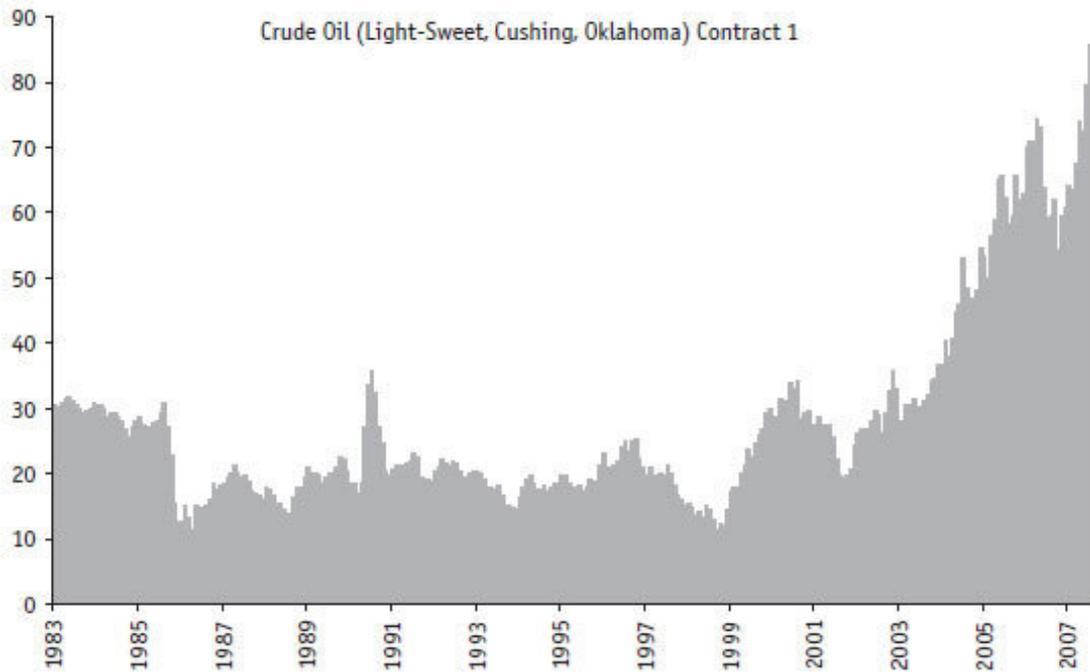
Декабрь 1998 г. – минимальные (рис. 1.15) за последние 100 лет реальные цены на нефть (номинальная цена \$11 за баррель). Двенадцатилетний медвежий тренд, ставший одной из причин развала СССР и приведший к августовскому дефолту России, был завершен.

Январь 1999 г. – введение в безналичное обращение единой европейской валюты – евро. По ожиданиям многих экономистов евро может составить реальную угрозу единоличному лидерству доллара США на валютном троне. Однако экономическая и особенно военная отсталость Европы от США, а также значительные политические проблемы (несогласованность налоговой, таможенной и т. п. политики стран, вошедших в зону евро; напряженность на Балканах) пока не дают реализовать евро свой потенциал. На момент введения курс евродоллара составлял 1.1750. Практически сразу же после первого дня рождения евро начал стремительно падать.

Январь 1999 г. – девальвация бразильского реала с 1.2 до 2.1 реала за американский доллар.

10 марта 2000 г. – исторический максимум американского фондового индекса *Nasdaq Composite* – 5132.52 пункта (рис. 1.16).

26 октября 2000 г. – курс евро против доллара достиг исторического минимума 0.8250, а также против японской иены 89.3 (по ценам закрытия). После этого почти в течение полутора лет евродоллар консолидировался в треугольнике в границах от 0.83 до 0.93. Против иены евро начал быстро подниматься почти сразу после достижения исторического минимума, и 30 мая 2003 г. поднялся до локального максимума 140.31 (+57 % от минимальных цен).



Источник: <http://tonto.eia.doe.gov>

Рис. 1.15. Динамика цен на нефть, \$ за баррель



Источник: www.yahoo.com

Рис. 1.16. Динамика американского фондового индекса Nasdaq Composite (логарифмическая шкала)

Апрель 2001 г. – начало долгосрочного восходящего тренда по драгоценным металлам. За следующие 5 лет цена на золото поднялась с \$260 до \$676 за тройскую унцию, т. е. в 2.6 раза

(рис. 1.17). Фактически началась эра дорогих сырьевых материалов. Вслед за золотом стали быстро расти цены и на другое сырье – от черных металлов и нефти до пшеницы и кукурузы.



Источник: www.crbtrader.com, www.kitco.com

Рис. 1.17. Динамика цен на золото и товарного индекса CRB

11 сентября 2001 г. – в результате атаки террористов на США под обломками двух башен-«близнецов» Всемирного торгового центра (*World Trade Centre – WTC*) в Манхэттене, Нью-Йорк, погибло более 3500 человек. Эти теракты показали, что неуязвимых стран нет, что безопасность не зависит от силы армии и благосостояния страны. США начали войну с терроризмом, разгромив в 2002 г. режим талибов в Афганистане и в 2003 г., что гораздо важнее, нефтеобильный Ирак. Однако содержание контингента регулярных войск в Ираке дорого обошлось американскому федеральному бюджету.

1 января 2002 г. – введение в обращение наличных евро. Это стало очередным шагом единой европейской валюты на пути к мировому признанию.

Январь 2002 г. – острейший политический кризис в Аргентине, сопровождавшийся девальвацией аргентинского песо с фиксированного паритета к доллару США (1:1) до 2.1:1. На президентском посту за неполный месяц, как в калейдоскопе, сменяются пять президентов.

Февраль 2002 г. – девальвация венесуэльского боливара. Объясняется традиционными причинами – валютный коридор, который действовал с 1996 г., привел к диспропорциям в экономике страны. Усугубило ситуацию снижение цен на нефть, которая обеспечивает львиную долю экспорта Венесуэлы, а следовательно, приток долларов и стабильность национальной валюты. Все это в начале 2002 г., особенно на фоне девальвации аргентинского песо, стало причиной спекулятивных атак на боливар. В результате отток иностранной валюты из страны привел к резкому сокращению валютных резервов центробанка Венесуэлы, что вынудило президента страны объявить о введении режима свободно плавающего курса боливара.

Март 2002 г. – начало роста курса евро. Стартом можно назвать пробой уровня сопротивления 0.90.

Сентябрь 2002 г. – американский фондовый индекс *Nasdaq-100* достиг локального минимума (1172.06 пункта), значение которого составляло всего 23 % от уровня исторического максимума, достигнутого в марте 2000 г.

13 января 2003 г. – в должность вступил новый министр финансов США Джон Уильям Сноу (*John William Snow*). Курс евро на этот момент составлял 1.05. По некоторым отзывам именно с приходом Сноу связывают отказ администрации США от политики сильного доллара.

Апрель 2003 г. – японский фондовый индекс *Nikkei-225* достиг локального минимума (7603.76 пункта), значение которого составляло всего 20 % от уровня исторического максимума, достигнутого в декабре 1989 г.

20 сентября 2003 г. – встреча министров финансов и глав центробанков стран Большой семерки в Дубаи, ОАЭ. По итогам встречи было выпущено совместное коммюнике: «Мы подтверждаем, что обменные курсы должны отражать фундаментальное состояние экономик. Мы отмечаем, что для основных стран и экономик желательна большая гибкость при определении валютного курса с целью безболезненной и глубокой интеграции в мировую финансовую систему, основывающуюся на рыночных механизмах». Реакция валютного рынка на эти слова не замедлила себя ждать. Уже в первый рабочий день – понедельник – курс американского доллара против японской иены упал на 2.5 %, а против евро – на 1.4 %. Котировки EURUSD и USDJPY накануне встречи, на закрытии рынков в пятницу, составляли 1.1312 и 114.85 соответственно. Кроме того, «проснулся» рынок гонконгского доллара (*HKD*), на котором была отмечена самая высокая волатильность более чем за 10 лет после многолетней стабильности в очень узком коридоре (рис. 1.18). США усилили свое давление на китайский юань с целью уменьшить негативную диспропорцию во внешней торговле с Китаем. Встреча в Дубаи, по всей видимости, стала аналогом Соглашения в «Плазе», предопределив падение курса американского доллара.



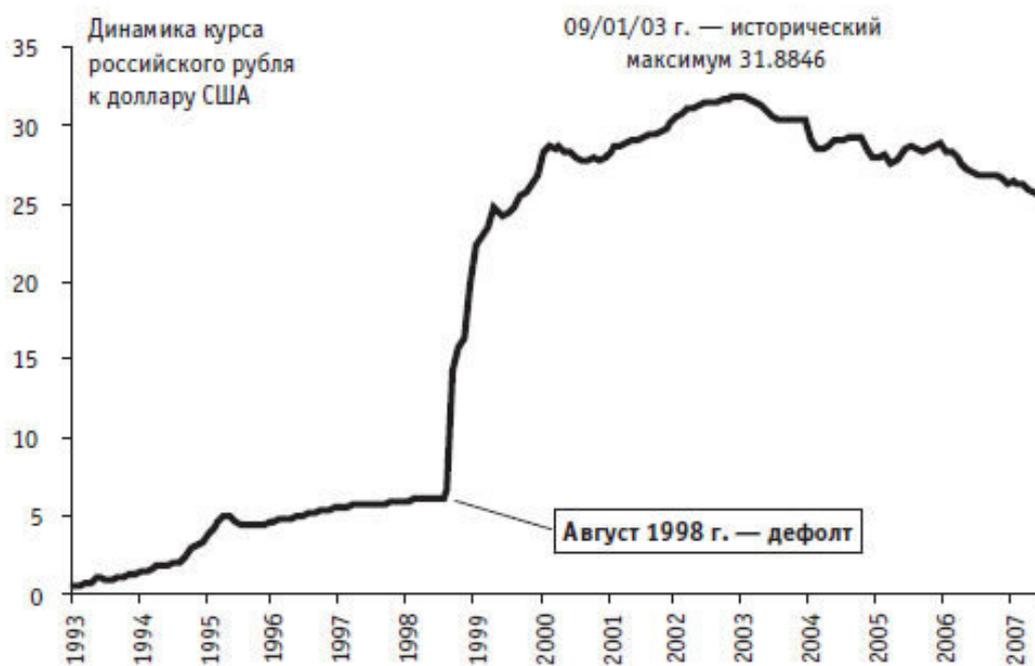
Рис. 1.18. Динамика гонконгского доллара против доллара США за три месяца до встречи в Дубаи и через три месяца после этой встречи (дневной чарт)

30 июня 2004 г. – ФРС США подняла учетную ставку с 1 до 1.25 %. Это было первое повышение с марта 2000 г., когда Гринспен сокращал избыточную денежную массу, накачан-

ную ранее в экономику перед ожидавшейся компьютерной «проблемой 2000 года». На уровне 1 %, минимальном за предыдущие 46 лет, ФРС продержала учетную ставку год. Точнее говоря, ФРС не устанавливает учетную ставку, а изменяет «цель для ставки федеральных фондов (*target for the federal funds rate*), по которой фонды федеральных штатов должны давать друг другу кредиты, как правило, однодневные. Эта ставка обычно рассматривается как нижняя граница доходности, так как ФРС априори считается самым надежным заемщиком в США, являясь одновременно эмиссионным центром – в любой момент времени может напечатать ровно столько долларов, сколько нужно для оплаты по любым своим долгам.

Февраль 2005 г. – Центробанк России перешел на бивалютную корзину определения официального курса рубля. На фоне ослабления американского доллара это способствовало дальнейшему укреплению и реального, и номинального курса рубля против доллара (рис. 1.19).

22 июля 2005 г. – Китай отказался от политики жесткой привязки курса китайского юаня к доллару США, расширив границы дозволенных колебаний курса. Это заложило основу для долгосрочной тенденции укрепления ренминби (второе название юаня). За следующие два года юань укрепился против доллара на 8.5 % после 10 лет стабильности (рис. 1.20). Этот шаг был вынужденным: причина – резкое увеличение валютных резервов, подогревающих внутреннюю инфляцию.



Источник: www.cbr.ru

Рис. 1.19. Динамика официального курса российского рубля против доллара США



Источник: www.pbc.gov.cn

Рис. 1.20. Динамика официального курса китайского юаня против доллара США и валютных резервов Народного Банка Китая

10 июля 2006 г. – вступил в должность очередной, 74-й секретарь Казначейства США Генри М. Пулсон-младший (Henry M. Paulson, Jr.). Ранее г-н Пулсон занимал пост руководителя (CEO) Goldman Sachs, крупного американского банка, в котором работал с 1974 г. Политика слабого доллара продолжилась.

Август – сентябрь 2007 г. – кредитный кризис, вызванный кризисом ипотечного кредитования так называемых *subprime*-кредитов, доля которых в общем объеме выданных в США кредитов к этому моменту достигла гигантских 15 %. Из-за своего ужасного качества эти кредиты также получили второе название – *NINJA*, представляющее собой аббревиатуру слов, характеризующую качество выданных кредитов: *No Income, No Job, No Assets* (нет дохода, нет работы, нет активов). Мировые финансовые рынки испытали шок. В результате бегства от риска начали закрываться позиции кэрритрейд (*carry trade*), когда инвесторы берут кредиты в «дешевых» валютах (в первую очередь в японской иене под 1–2 % годовых) и размещают их в «дорогих» (американский, канадский и австралийский доллары и даже евро). В результате сворачивания таких позиций японская иена резко укрепилась против всех валют, евро первоначально упал, а затем стал резко подниматься, достигая новых исторических максимумов. Процентные ставки испытали чудовищную волатильность, а рынки акций по всему миру пошли вниз. Из-за мгновенного «осушения» ликвидности для спасения европейских банков ЕЦБ выдал рекордную сумму рефинансирования более \$300 млрд. Этому примеру, хотя и в намного меньших масштабах, последовали ФРС США и ряд других центральных банков. Реальной причиной обвала финансовых рынков по всему миру стала огромная несбалансированная ликвидность. В результате роста цен на сырьевые товары долларовая ликвидность оказалась в добывающих и экспортно ориентированных странах – в первую очередь в Японии, Китае, России и странах ОПЕК. Не желая смириться с отсутствием денег, американцы создали массу финансовых инструментов, основанных на секьюритизации. Практически каждый выданный кредит, например ипотечный, «переупаковывался» и перепродавался – таким образом создавались «новые» деньги, обеспеченные будущими денежными потоками. Но заоблачный рост цен на недвижимость, значительно обогнавший рост доходов населения США, на фоне агрессивной кредитной и маркетинговой политики местных ипотечных банков и агентств привел к валу неплатежей, которые обрушили очередную пирамиду в августе 2007 г.

1.2. Фондовый рынок

Фондовый рынок – важнейшая, если не самая важная часть современной мировой финансовой системы. Если валютный рынок – только проводник трансграничных потоков капиталов, товаров и услуг, то фондовый рынок – цель этих движений. Валютный рынок крайне редко в отличие от фондового рынка становится причиной значимых событий, оказывающих влияние на мировую экономику. Например, обвал американского рынка акций в 1929 г. привел не только к Великой депрессии, но и к экономическим потрясениям во всех развитых странах мира.

Выделяют следующие разновидности фондовых инструментов (*ценных бумаг, securities*):

- акции – простые (обыкновенные) и привилегированные, именные и на предъявителя;
- суррогаты акций – к ним можно отнести в первую очередь депозитарные расписки (самые распространенные – американские и глобальные депозитарные расписки, АДР и ГДР соответственно), а также конвертируемые (в акции) облигации;
- производные ценные бумаги – варранты, фьючерсы и опционы на акции;
- облигации – государственные муниципальные и корпоративные;
- депозитные и сберегательные сертификаты;
- векселя и чеки.

Акции (stocks, equities) являются титулом собственности на часть акционерной компании. Различают привилегированные и обыкновенные акции. Первые дают право на получение фиксированных дивидендов¹⁰, даже если компания закончила год работы с убытком, а вторые – право на получение плавающих дивидендов, а также право голоса.

Конвертируемые облигации дают право при наступлении определенных условий (как правило, по истечении некоторого времени) обменять облигации предприятия на его акции.

Облигации дают владельцу право с определенной периодичностью получать заранее известный фиксированный доход в виде купона (например, ежемесячно, ежеквартально, раз в полгода, ежегодно и т. п.).

Депозитарные расписки – свидетельство о владении долей в пакете (пуле) акций конкретной акционерной компании; выдаются банком – хранителем акций.

Варранты – ценные бумаги, являющиеся правами на покупку/продажу акций на определенных условиях или обмена на акции.

Таблица 1.6. Основные разновидности государственных ценных бумаг

¹⁰ *Дивиденды (dividends)* – часть чистой прибыли, подлежащая распределению между акционерами. Решение о размерах и выплате дивидендов принимается на очередном общем собрании акционеров по окончании финансового года компании, на котором право голоса обладают все владельцы обыкновенных акций пропорционально их доле в уставном фонде компании. Размер и порядок выплаты дивидендов для владельцев привилегированных акций определен заранее уставом компании.

Страна	Краткосрочные (на срок до года)	Среднесрочные (от 1 до 10 лет)	Долгосрочные (свыше 10 лет)
США	Казначейские векселя (T-Bills)	Казначейские ноты (Treasury Notes)	Казначейские облигации (Government Bonds)
Япония	Казначейские векселя	Дисконтные облигации	Облигации с плавающей процентной ставкой
Германия	Казначейские обязатель- ства финансирования	Казначейские обязатель- ства финансирования	Облигации федеральных займов
Великобритания	Казначейские векселя	Облигации	Облигации

Фьючерс стандартный биржевой контракт на покупку/продажу определенного количества акций по фиксируемой в момент заключения фьючерсного контракта цене по истечении определенного времени. И покупатель, и продавец имеют безусловные обязательства по исполнению этого контракта. С целью надлежащего исполнения фьючерса обе стороны сделки вносят залог, размер которого определяется, устанавливается и хранится биржей, которая отвечает за исполнение фьючерсных контрактов.

Опционы – контракты, дающие его покупателю право, а продавцу – обязательство купить или продать базовый актив (акции, товары, валюты и др.) по заранее фиксированной страйк-цене в течение (американский тип опциона) или по истечении (европейский тип опциона) определенного периода времени. Покупатель опциона уплачивает продавцу, несущему ценовой риск, премию. Покупатель опциона имеет право отказаться от исполнения опциона, однако при этом он потеряет премию. Продавец обязан внести залоговую сумму или иметь в своем распоряжении базовый актив (как правило, более 80 % от размера опциона), который будет гарантировать исполнение им опциона. Фактически предметом торгов по опционам является сумма премии, уплачиваемая покупателем. Есть опционы «европейские» и «американские». Первые исполняются строго в определенную дату – не раньше и не позже. Вторые же могут быть исполнены в любой момент – начиная с даты заключения опциона до даты его завершения.

Депозитный, сберегательный сертификат – оформленный в виде ценных бумаг банковский депозит, банковское свидетельство о денежном вкладе юридического или физического лица.

Вексель удостоверяет право владельца (векселедержателя) получить указанную в векселе сумму в указанную дату в установленном в векселе месте от векселедателя (лицо, выписавшее вексель и являющееся должником по векселю) или другого лица (только для переводных векселей, при этом данное лицо должно быть обязательно указано в векселе). Вексель – одна из старинных ценных бумаг и прообраз европейских бумажных денег. Он берет свое начало с XII в., когда генуэзские купцы стали вносить деньги местным менялам в обмен на письменные обязательства получить ту же сумму в другом месте. Тем самым купцы получали возможность передвигаться по очень небезопасным в то время дорогам, не рискуя потерять деньги.

Чеки, дорожные чеки – по сути разновидность переводного векселя и суррогат наличных денег, выписанных на конкретное имя. Наиболее известные чеки современности – *American Express* и *Thomas Cook*.

Обычно, когда в прессе говорят о фондовом рынке, то подразумевают рынок акций и реже рынок государственных облигаций. Нас также будут интересовать только эти, поистине важнейшие сегменты фондового рынка.

Основные участники фондового рынка:

- эмитенты – государство в лице Минфина и юридические лица, привлекающие денежные ресурсы под размещаемые ценные бумаги – облигации и акции;

- фондовые биржи и внебиржевые торговые системы – организаторы торговли ценными бумагами. Биржи гарантируют исполнение сделок, а внебиржевые системы являются «досками объявлений» с предложениями различных брокеров;
- финансовые посредники (брокеры и дилеры) – юридические лица, обладающие соответствующими лицензиями, которые дают им право осуществлять посреднические функции между клиентами. Только лицензированные брокеры имеют право торговать на биржах и внебиржевых электронных площадках, представляя интересы своих клиентов (комиссионные операции) или свои интересы (дилерские операции);
- инвесторы – юридические и физические лица, обладающие свободными денежными средствами и желающие их инвестировать в ценные бумаги;
- органы государственного регулирования и надзора – Министерство финансов, Центральный банк, Комиссия по ценным бумагам и др.;
- саморегулирующиеся организации – профессиональные объединения финансовых посредников;
- инфраструктура рынка ценных бумаг – консультационные и информационные фирмы, хранители и регистраторы, депозитарные и расчетно-клиринговые системы и т. п.

Первые прообразы биржевых площадок возникли в XII–XV вв. как вексельные ярмарки в основных торговых городах того времени – Венеции, Генуе, Флоренции, Шампани, Брюгге, Лондоне. Название биржа (*Borsa*) произошло от имени старинного купеческого семейства *Van der Burse*, на гербе которого были изображены три кожаных мешка (*ter buerse*) и чей дом стоял на площади в Брюгге, на которой проходили вексельные торги.

В XVI в. появились первые фондовые биржи – в Антверпене и Лионе. Здесь уже проходили торги не только с векселями, но и с государственными облигациями, а также устанавливались официальные биржевые курсы. Однако их история была недолгой: они прекратили свое существование в конце века. В XVII в. появилась старейшая из ныне существующих в мире Амстердамская фондовая биржа. На ней впервые как объект биржевой торговли появляются акции.

В конце XVII в. была образована Лондонская фондовая биржа (*London Stock Exchange – LSE*), которая сейчас является второй биржей в мире по величине объемов торговли фондовыми инструментами. На LSE впервые стали использоваться слова «бык» (*bull*) и «медведь» (*bear*) применительно к торговцам ценными бумагами.

Значение слова «медведь» в данном случае было таким же, как это звучит в поговорке «делить шкуру неубитого медведя» (в английском варианте – *to sell bear's skin before one has caught the bear*). Хотя некоторые считают, что возникновение аналогии с животными было связано с их естественным поведением. Когда медведь охотится, он старается повалить добычу, наваливаясь на нее всем телом сверху. Когда же атакует бык, то он подкидывает врага своими рогами снизу. Поэтому быки ассоциируются с игроками на повышение.

Кроме того, на рынках распознают «овец» и «свиней» (иногда говорят «кабаны»), которые являются пищей для опытных быков и медведей.

«Свиньи» отличаются жадностью и на жадность ловятся. Обычно «свиней» сначала «откармливают» – им дают неплохо заработать, стимулируя увеличивать ставки. Аналогично поступают карточные шулера, распаливающие жадность неопытных противников небольшими выигрышами и видом «живых» выигрышей. Потом «свиней» нарезают, когда они входят в азарт и доводят ставки до неприлично больших размеров. В таких случаях достаточно небольшого движения рынка, чтобы «подать свинью на блюде». Кроме того, «свиньи» часто передерживают позиции, стремясь забрать с рынка все деньги и не умея вовремя остановиться. Германн из пушкинской «Пиковой дамы» – классический пример «свиньи».

«Овцы» – типичные представители пассивной толпы. Они боязливы и безропотно следуют за трендом, мало разбираясь в происходящем. Они не могут и шага ступить без «пастуха», коих на рынке вы всегда найдете достаточно. «Овцы» любят прислушиваться к чужому мнению, тщательно «пережевывают» информацию и идут туда, куда им указывают. Они способны зарабатывать только в периоды спокойного рынка, торгуя слепо по тенденции. Когда же рынок волатилен и не имеет тренда, «овцы» послушно дают себя стричь. Говорят, если вы не знаете свою позицию на рынке, то вы «овца».

Внебиржевой рынок ценных бумаг в Европе ведет свою историю с момента создания первых акционерных обществ в 60-е гг. XVI в., когда в 1568 г. была официально зарегистрирована одна из самых первых сделок. А в 90-х гг. XVII в. этот рынок начал торговать уже не только акциями, но и производными ценными бумагами – фьючерсами и опционами. В это время на нем обращались бумаги более ста акционерных обществ, а также государственные облигации. Появилась и новая профессия – брокер по ценным бумагам.

На сегодня объемы биржевой торговли превышают объемы внебиржевого рынка в 3–30 раз (для разных стран). Появление Интернета и развитие новых информационных технологий дают новый стимул к усилению роли внебиржевых фондовых рынков. Ведущей и самой развитой внебиржевой системой на сегодняшний день является NASDAQ.

Большая часть мировой торговли акциями сосредоточена на двух американских площадках:

- **NYSE Euronext** – объединение Нью-Йоркской фондовой биржи (*New York Stock Exchange*, основана 17 мая 1792 г.) и европейской «Евронекст» (*Euronext*, Париж);
- **NASDAQ** (*Association of Securities Dealers Automated Quotation* – Автоматизированные котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам, основана в 1971 г.).

Вторым эшелонem следуют азиатские и европейские биржи, а также американская AMEX:

- **LSE** (*London Stock Exchange* – Лондонская фондовая биржа, Великобритания), которая использует электронную систему торгов *SEAQ* (*Stock Exchange Automated Quotations*) и всерьез замахивается на мировое лидерство;
- **TSE** (*Tokyo Stock Exchange* — Токийская фондовая биржа, Япония);
- **DB** (*Deutsche Boerse* – Франкфуртская фондовая биржа, Германия);
- **SSE** (*Shanghai Stock Exchange* – Шанхайская фондовая биржа, Китай);
- **SEHK** (*Stock Exchange Hong Kong* – Гонконгская фондовая биржа), которая использует электронную систему торгов;
- **AMEX** (*American Stock Exchange* — Американская фондовая биржа, США, основана в 1860 г.). До 1953 г. эта биржа называлась Curb Exchange;
- **TSE** (*Toronto Stock Exchange* – Торонтская фондовая биржа), которая использует электронную систему торгов *CATS* (*Computer-Assisted Trading System*);
- **PHLX** (*Philadelphia Stock Exchange* – Филадельфийская фондовая биржа, старейшая американская фондовая биржа, основана в 1790 г.).

В последнее время среди ведущих американских и европейских бирж, к которым вполне могут присоединиться азиатские биржи, развернулась ожесточенная борьба за лидерство на мировой арене. **ECN** (*Electronic Communication Networks* – электронные коммуникационные сети). Эти системы, согласно определению американской Комиссии по ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission* – SEC), являются «автоматизированными механизмами, которые используются маркетмейкерами, по приему ордеров от третьих лиц и исполнению этих ордеров через другую торговую систему». На начало 2008 г. осталось только две ведущие ECN:

- *Instinet* (<http://www.instinet.com>) и *Island* (как часть *Instinet*) – исторически первая и сегодня крупнейшая брокерская система. Она позволяет 24 часа в сутки каждому своему клиенту выставлять заявки на покупку и продажу акций. В 2006 г. эта ECN была куплена биржей NASDAQ;

- *Archipelago Exchange*, известная также как *NYSE Arca* (<http://www.nyse.com>). В феврале 2006 г. эту ECN купила фондовая биржа NYSE. На начало 2008 г. она была второй крупнейшей электронной торговой площадкой на рынке акций.

Хотя эти системы и дают непосредственный доступ к выставлению котировок каждому инвестору, их клиенты все равно для заключения сделок должны работать через брокерскую компанию, которая гарантирует исполнение сделок в рамках конкретной ECN. Суть сделок внутри каждой электронной системы заключается в следующем: каждый поступивший ордер сначала сопоставляется с уже имеющимися в системе ордерами, и если находится противоположный ордер (например, если первый заказ – на покупку, то второй должен быть на продажу), то автоматически заключается сделка. Если при этом объемы не совпадают, то сделка все равно заключается, но на величину наименьшего объема, а остаток не до конца исполненного ордера остается в системе до полного удовлетворения. Если двух сопоставимых по цене ордеров нет, то вновь поступивший заказ выставляется в другую торговую систему, NYSE или NASDAQ, что находит отражение в торговом терминале – окне котировок на покупку и продажу. Здесь конкретная ECN выступает и как биржа, и как брокер другого организатора торговли.

Преимущества электронных торговых систем заключаются в скорости выставления и исполнения ордеров, расширенных возможностях по времени торговли, анонимности, высокой ликвидности, низких комиссионных.

Рынок акций с появлением компьютеров и Интернета вышел за рамки узкого профессионального круга и стал одним из наиболее привлекательных не только для институциональных, но и для частных инвесторов. Расцвет этого сегмента финансового рынка пришелся на 1990-е гг., когда экономика большинства развитых стран и особенно США уверенно набирала обороты, предоставляя людям стабильную работу и высокую зарплату на фоне низкой инфляции. Значительная часть доходов населения пошла на покупку акций, рассматриваемых многими частными инвесторами как высокодоходный и сравнительно надежный объект накопления. Второй толчок рынок получил в 1995 г., когда в обращении стали массово появляться акции высокотехнологичных компаний (*hi-tech*). Еще большее ускорение американский рынок высокотехнологичных акций приобрел осенью 1999 г., когда начался массовый переток капиталов из «старых» акций в «новые». Толчком к этому послужил миф о возникновении так называемой «новой экономики», представителями которой как раз и являются акции *hi-tech*, в отличие от «старой», традиционной экономики (например, автомобильная и сталелитейная промышленность).

Важность современного рынка акций объясняется, в частности, активным использованием этих ценных бумаг в качестве залога под займы и кредиты. Так, сейчас акции являются одним из важнейших инструментов залога, зачастую из-за более высокой (на порядок) ликвидности даже более важным, нежели недвижимость. Стремительное падение котировок акций может вызвать рост процентных ставок и экономический спад, как это уже было в период Великой депрессии. Акции переросли из объекта инвестирования в элемент экономической политики индустриальных стран. В последнее время к буму на рынке акций присоединились, следуя за волной глобализации, и развивающиеся страны.

В настоящий момент индивидуальные инвесторы размещают свои средства на американском фондовом рынке или самостоятельно, что делать стало заметно легче с появлением интернет-технологий, или же через всевозможные фонды. Среди инвестиционных фондов выделяются следующие разновидности, по классификации аналитической компании *TrimTabs*:

- фонды, специализирующиеся на американских акциях;

- фонды, специализирующиеся на международных акциях;
- фонды, специализирующиеся на американских государственных облигациях;
- смешанные фонды, работающие и с государственными облигациями, и с акциями.

Котировки стоимости акций или паев большинства официально зарегистрированных фондов можно легко найти практически на любом серьезном финансовом сайте или в специальной прессе.

Одним из наиболее интересных с точки зрения анализа и оценки перспектив фондового рынка США является показатель динамики активов фондов, информацию о котором можно получить на сайте www.trimtabs.com.

Интересную информацию по всевозможным фондам можно найти также на веб-странице <http://www.smartmoney.com/funds/>, где выделено почти 50 разновидностей фондов. Из них вы можете выбрать и посмотреть самые лучшие и худшие за последний день, неделю, год и даже пять лет. Фонды сами по себе стали весьма распространенными финансовыми инструментами, дающими возможность реализовать разнообразные инвестиционные стратегии.

Рынок акций каждой страны имеет собственный индекс, рассчитываемый как отношение текущих цен на акции к первоначальным ценам, если индекс базисный, или же как отношение текущих цен к ценам закрытия предыдущего дня, если индекс цепной. Количество акций, берущихся для расчета биржевого индекса, в разных странах различно и колеблется, как правило, от 10 до 500.

Биржевые индексы первоначально были созданы только для отражения долгосрочных тенденций на фондовом рынке. Но позднее, начиная с 1970-х гг. уже сами биржевые индексы стали предметом активной торговли, объектами для заключения фьючерсных и опционных контрактов. Особенной популярностью среди трейдеров пользуется торговля фьючерсами и опционами на индексы Доу – Джонса (DJI-30 – США), Standard & Poor (S&P 500 – США), Nasdaq (Nasdaq-100 – США), Footse (FTSE-100 – Великобритания), Дах (DAX-30 – Германия) и Nikkei (Nikkei-225 – Япония). Старейшим и самым известным биржевым показателем фондового рынка является индустриальный индекс Доу – Джонса, впервые рассчитанный в 1884 г.

Существуют не только общерыночные индексы, составленные из компаний разных отраслей экономики, но и сугубо отраслевые. Яркими примерами отраслевых индексов стали индексы Доу – Джонса – *Dow Jones Industrial* (индустриальный индекс; рассчитывается по акциям 30 ведущих американских компаний), *DJ Transport* (транспортный индекс; рассчитывается по акциям 20 транспортных компаний), *DJ Utilities* (коммунальный индекс; рассчитывается по акциям 15 компаний, представляющих коммунальный сектор – энерго-, водо-, газоснабжающие и т. п. компании), *DJ Composite* (комплексный индекс; объединяет все три вышеперечисленных индекса).

Центром мировой торговли срочными контрактами (фьючерсами и опционами) на биржевые индексы и валюты является LIFFE (*London International Financial Futures and Options Exchange*), находящаяся в Лондоне. В 2002 г. LIFFE была поглощена Euronext, которая, в свою очередь, в 2007 г. вошла в группу NYSE-Euronext.

Также биржевыми индексами торгуют на CBOT (*Chicago Board of Trade* – США), CME (*Chicago Mercantile Exchange* – США, является центром фьючерсной торговли валютами), DTB (*Deutsche TerminBorse* – Германия).

1.3. Причины и следствия

У каждого события на финансовом рынке есть причина для его появления. Иными словами, событие можно назвать следствием появления причины. Например, снижение учетной ставки, как правило, вызывает падение соответствующей валюты. Или заморозки уничтожают посевы зерновых культур, что вызывает рост цен на пшеницу. Или банкротство одного крупного банка влечет за собой рост краткосрочных процентных ставок.

Естественно, это упрощенная модель взаимодействия фундаментальных факторов и рыночных котировок. Но усложнять мир также не нужно.

Причин для изменения рыночных цен множество. Среди них есть как первостепенные, так и второстепенные – заморозки, например, относятся к первому типу, а плохой урожай – ко второму.

Но прежде чем повлиять на рынок, причина должна прозвучать в новостях. Исключение: использование инсайдерских знаний, что можно попытаться распознать методами технического анализа.

Опытные спекулянты неизбежно используют фундаментальный анализ или хотя бы выводы фундаментальных аналитиков, изучая аналитические отчеты и обзоры, слушая новостные каналы типа Bloomberg или РБК, и чутко реагируют на новости фундаментального характера, ежедневно влияющие на трейдерские «уши и кошельки».

Среди новостей можно выделить следующие группы:

- объявление органами государственной статистики и центробанком макроэкономических индикаторов, отражающих состояние экономики страны. О дате и времени этих публикаций обычно сообщают заранее в так называемых календарях. Такие новости являются ожидаемыми, и рынок готовится к ним заблаговременно. Именно об этом говорит правило «Покупаем слухи (ожидания), продаем факты»;
- исследование аналитиков ведущих инвестиционных банков или аналитических бюро, таких как *Merrill Lynch*, *Morgan Stanley Dean Witter*, *Goldman Sachs* и др. Исследования могут касаться стран, отраслей, рынков и конкретных компаний;
- новости акционерных компаний;
- политические события;
- значимые природные явления, такие как ураганы и засухи.

Новости и события бывают ожидаемыми и неожиданными.

Новости случайные и неожиданные

Неожиданные новости обычно оказывают гораздо более сильное воздействие на рынок, нежели ожидаемые. Объясняется это тем, что к ожидаемым событиям инвесторы и спекулянты готовы, а сами ожидания уже заложены в цену. К неожиданным же событиям мало кто готов. На то они и неожиданные, что их не ждешь.

К неожиданным и случайным новостям обычно относят новости политического и природного происхождения, реже экономического.

Например, новость о серьезной политической нестабильности в России способна привести к сильному падению евро, так как экономика, например, Германии зависит от ситуации в России.

Особенно сильное воздействие на финансовые рынки оказывают войны. Военные действия Ирака способны вызвать повышение цен на нефть и ослабить тем самым японскую иену и незначительно евро как валюты энергозависимых стран.

Землетрясение или иное стихийное бедствие способно ослабить национальную валюту страны, где это произошло, так как на восстановление потребуются средства, что может привести к усилению инфляции.

После терактов 11 сентября у рынка появился еще один повод к сильным реакциям.

Можете ли вы прогнозировать появление неожиданных новостей? Думаю, нет. Но уж точно можете к ним быть готовы. Готовы, во-первых, чисто психологически – не проявлять вредные для кошелька эмоции. Как советовал герой Бельмондо в фильме «Баловень судьбы», надо «ничему не удивляться». Во-вторых, готовы финансово – у вас должны быть свободные активы для заключения сделки. В-третьих, готовы технически заключить сделку.

Реакция рынков на такие новости обычно краткосрочна и крайне редко формирует тренды, разве что не попадает «в нужное время в нужное место». Например, как человек с ослабленным иммунитетом почти наверняка заболеет в случае переохлаждения, так и в период перехода к дефициту нефти на рынке ураган в нефтедобывающем районе Мексиканского залива приведет к сильному росту цены на нефть и формированию бычьего тренда.

Новости планируемые и ожидаемые

К ожидаемым и планируемым новостям обычно относят новости экономического, реже политического характера, которые публикуются по заранее объявленному графику. Календарь выхода таких новостей вы найдете на любом профильном интернет-сайте. Что не менее важно, вместе с датой публикации новости вы сможете увидеть ожидаемое рынком значение фундаментального показателя. К таким новостям относятся также выступления политических и экономических лидеров, например на регулярных встречах министров финансов и председателей центробанков «Большой восьмерки» (*G-8*) или же на экономическом форуме в Давосе (*Davos*). Ожидаемые новости оказывают сильное воздействие на рынок до момента их появления (работает правило «Покупаем слухи и продаем факты»), а также в случае существенного отличия реальных данных от ожидаемых: например, аналитики ожидали рост ВВП, а было объявлено о падении этого показателя.

По степени важности фундаментальные факторы можно разбить на две группы.

К первой группе относятся:

- динамика валового внутреннего продукта (ВВП – *GDP*). При росте ВВП курс национальной валюты, как правило, растет;
- дефицит торгового баланса (*trade deficit*). Увеличение дефицита приводит, как правило, к снижению курса национальной валюты, а уменьшение – к росту курса;
- дефицит платежного баланса (*payment deficit*). Его влияние на курс национальной валюты аналогично дефициту торгового баланса;
- данные по инфляции: индекс потребительских цен (*CPI*) и индекс промышленных цен (*PPI*). Влияние инфляции на валютные курсы неоднозначно, поэтому мы поговорим о нем позже. Но можно сразу посоветовать – читайте аналитику на профильных сайтах, где вы найдете правильную интерпретацию данных об инфляции в текущий момент времени в конкретном макроэкономическом контексте;
- официальные учетные ставки (репо, ломбардная и т. п.). При их росте курс национальной валюты, как правило, повышается;
- данные по безработице (*unemployment*). Если говорить о США, то сейчас рынок даже больше внимания обращает на данные не о безработице, а о занятости в несельскохозяйственном секторе (*non-farm payrolls*). Снижение занятости, как правило, сопровождается падением курса национальной валюты из-за растущих ожиданий экономического спада и предстоящего снижения процентных ставок;

- данные по денежной массе (от узкой *M0* до широкой *M3*, в Великобритании – до *M4*). Рост денежной массы, как правило, сопровождается падением курса национальной валюты. Однако иногда данные по росту денежной массы приводят к ожиданиям повышения учетной ставки, а значит, к повышению курса валюты. США, кстати, в 2006 г. приостановили публикацию данных о *M3*, наверно, беспокоясь о том, что рынок узнает что-то лишнее о реалиях американской экономики;

- выборы (*elections*) в парламент (конгресс, сенат и т. п.), а также выборы президента. Изменение курса зависит от предвыборных обещаний кандидатов и исторических предпочтений партий, побеждающих на выборах;

- объемы розничных продаж (*retail sales*). При их росте курс национальной валюты может вырасти, ведь в развитых странах розничные продажи дают около 60 % экономики;

- данные по жилищному рынку (*housing starts, building permits, new home* и *existing sales*). Если эти данные показывают рост объемов строительства, а главное – продаж жилой недвижимости, то курс национальной валюты, как правило, также растет. После кризиса ипотечного кредитования в США в 2007 г. важность этих данных приобрела особое значение;

- величина промышленных заказов и заказов товаров длительного пользования (*manufacture orders* и *durable goods orders* соответственно). Рост количества заказов сопровождается, как правило, незначительным повышением курса;

- индекс промышленного производства и загрузка производственных мощностей (*industrial production* и *capacity utilization* соответственно). Рост этих показателей говорит о здоровой экономике и может вызвать рост курса национальной валюты.

О новостях первой группы вы сможете легко и быстро узнавать из сообщений информационных агентств (*Reuters, Dow Jones, AFX, Knight Ridder, Futures World News* и т. п.), а также из множества интернет-источников.

Практически все фундаментальные показатели развития экономики США, Великобритании и Еврозоны имеют заранее запланированное время опубликования, которое позволяет инвесторам и игрокам занимать или же, наоборот, закрывать соответствующие позиции. С целью систематизации выходящих данных обычно составляются так называемые экономические календари (*economic calendars*), в частности:

- <http://biz.yahoo.com/c/e.html>;
- <http://www.thestreet.com/tscsubnav/markets/databank/index.html>;
- <http://cbs.marketwatch.com/tools/marketsummary/calendars>.

Ко второй группе фундаментальных факторов относятся рыночные данные, которые можно получать в режиме реального времени:

- фьючерсные и форвардные курсы соответствующих валют;
- индекс эффективного обменного курса, который рассчитывается как отношение изменения национальной валюты к определенной корзине других валют;

- процентные ставки;

- фондовые индексы (*NIKKEI, Dow Jones, DAX, FTSE* и т. д.) – рост этих индексов говорит о хорошем состоянии национальной экономики и повышает спрос на национальную валюту данной страны;

- динамика доходностей государственных облигаций (*T-bills, T-Notes, T-bonds* и др.) – увеличение спроса на государственные ценные бумаги и следующее за ним снижение их доходностей, как правило, сопровождается ростом котировок национальной валюты. Однако в долгосрочном плане снижение процентных ставок может негативно отразиться на курсе.

Кроме того, на профильных интернет-сайтах вы можете узнать рыночные слухи, данные о предстоящих истечениях важных опционных контрактов и комментарии аналитиков. Впрочем, не увлекайтесь чтением аналитики. Ведь ответственность за деньги лежит не на самом лучшем в мире аналитике, а на вас. Только вы знаете, чего хотите, и знаете свои финансовые возможности и потребности. И только вы не обманете сами себя, если, конечно же, не настолько психологически слабы.

Комплексный фундаментальный анализ невозможно проводить без сравнения ряда важнейших взаимозависимых факторов, таких как инфляция, процентные ставки и динамика денежной массы, уровень занятости, ВВП и т. п. Массивы данных настолько значительны и многообразны, а их взаимосвязи – неоднозначны, что качественный фундаментальный анализ могут проводить только специалисты по макроэкономике (в инвестбанках их обычно называют стратегами).

Практическая задача фундаментального анализа – спрогнозировать возможную реакцию рынка на новость или событие, чтобы при его наступлении быть готовым правильно на него отреагировать.

Существуют три варианта реакции рынка на фундаментальное событие.

Первый вариант наблюдается, когда ожидания рынка в целом оправдываются. Тогда динамика цены сильных изменений претерпевать не будет – к чему рынок готовился, он уже заложил в цену. Хотя возможна и коррекция рынка, если сработает правило «Покупаем слухи, продаем факты».

Во втором варианте рынок в целом правильно ожидал направления появившихся данных, но недооценил их величину. Например, рынок ожидал роста ВВП на 2 %, а на самом деле ВВП вырос на 4 %, т. е. оказался намного сильнее и позитивнее ожидавшегося. В данном случае после появления сообщения цена продолжит действующую динамику с ускорением.

В третьем варианте ожидания рынка не только не оправдываются, но и оказываются полностью ошибочными. Тогда обычно следует разворот рынка в противоположном предыдущему направлении. Хотя за первой противоположной реакцией возможна коррекция или даже возврат рынка к доновостному уровню, когда рыночные игроки переосмысливают причины происходящего. Маркетмейкеры, перед этим открывшие позиции под ожидания рынка, могут на некоторое время придержать курс от резкого изменения, чтобы успеть не только закрыть свои теперь уже убыточные позиции, но и «перевернуться».

Если фундаментальная новость противоречит действующему тренду, то время ее влияния на динамику рынка может быть очень ограниченным – от часа до нескольких дней в зависимости от силы расхождения данных и подтверждающих тренд ожиданий. Если же, наоборот, данные фундаментальной новости подтверждают тренд, происходит его ускорение.

Хотя выявление долгосрочных ценовых трендов нагляднее проводить методами технического анализа, а фундаментальному анализу отдать роль объясняющего причины рыночных колебаний, это упрощенное и не самое полезное (для личного кошелька) восприятие фундаментального анализа.

Фундаментальный анализ – это интерпретация, оценка и прогноз динамики основных статистических и финансовых показателей – как макроэкономических (обычно государственных), так и микроэкономических (обычно предприятий).

В идеале результатом фундаментального анализа будет определение справедливой стоимости исследуемого товара, что требует не только определенных усилий и правильной модели, но и наличия свежей и качественной информации.

На рис. 1.21 приведен схематичный пример того, как влияет появление новой фундаментальной информации на изменение не только рыночной, но и справедливой стоимости товара и каким образом система приходит к новой точке равновесия, соответствующей новой справедливой стоимости.



Рис. 1.21. Схематическое изменение справедливой стоимости товара после появления новой информации о товаре

Однако в жизни рыночная цена нередко не успевает установиться, стабилизироваться на новом уровне справедливой цены, как появляется еще более свежая информация. Необходимость учесть в цене эту новейшую информацию приводит к новой дестабилизации системы. И так далее до бесконечности. Пока рынок живет, мы регулярно будем интересоваться мнением журналистов, аналитиков, политиков, топ-менеджеров и специалистов о рынке или даже о конкретном товаре. Пока у людей есть интерес к выбранному товару, они будут жадно ловить любые, даже самые незначительные новости, нередко делая из мухи слона или высасывая сенсации из пальца. Жизнь нельзя остановить.

И можно утверждать, что физически невозможно получить точную оценку справедливой стоимости на текущий момент. Хотя бы потому, что практически ежесекундно появляется новая информация, изменяется внешняя среда, да и наше мнение и финансовое состояние тоже меняются. Фактически фундаментальный аналитик исследует фотографический снимок прошлого, когда настоящее уже отличается от него. Впрочем, технический аналитик также всегда находится у правого края графика, а не у левого, имея возможность анализировать исключительно прошлое поведение цен.

Но даже если анализ не может помочь найти абсолютно точную величину справедливой цены на текущий момент времени, он дает ее уровень, а значит, точку опоры для принятия важных инвестиционных и спекулятивных решений.

Если уж мы заговорили о новостях, то отмечу одну их интересную особенность: при публикации макроэкономических и финансовых показателей рынок фактически видит и соответственно отражает своими действиями прошлое, а значит, реагирует на исторические данные. Например, публикация данных о размере и динамике ВВП США в первом квартале года произойдет только в конце апреля, т. е. по прошествии месяца со дня свершившегося факта. Такая же «рассрочка» типична и для публикации подавляющего большинства финансовых отчетов акционерных компаний.

Так как альманаха с будущими результатами «спортивных матчей» у нас в руках нет и вряд ли когда-нибудь он будет, остается строить прогнозы, основываясь на исторических фактах и событиях. В этом фундаментальные аналитики уподобляются техническим.

Реагируя на старую, но ранее еще неизвестную информацию, аналитик определяет тенденцию соответствующего экономического или финансового показателя и пытается ответить на простой вопрос о том, что происходит с экономикой предприятия или страны. Если опубликованные данные свидетельствуют в пользу улучшения микроэкономического состояния предприятия или макроэкономического состояния государства, то реакция будет, как правило, позитивной для соответствующих акций, облигаций и валют. В противном случае надо ждать, как правило, негативной реакции. Оговорка «как правило» справедлива для случаев, аналогичных следующему.

Например, рынок ожидал, что темпы роста прибыли компании будут выше, чем это произошло в отчетном квартале. В результате неоправдавшихся ожиданий котировки акций этой компании не вырастут, а упадут. Аналитик после публикации микро– или макроэкономических индикаторов может попытаться определить будущую тенденцию этих индикаторов и соотнести ее со своими прошлыми прогнозами. Если есть разница, то изменится рыночная цена.

Таким образом, мы можем видеть реакцию рынка на практически любую новую информацию – как соответствующую ожиданиям, так и идущую в разрез с ними. И особенно важно – неожиданную.

Можно выделить две разновидности циклов жизни фундаментальных факторов – короткий и длинный.

Как правило, короткий цикл жизни – у всех неожиданных новостей и составляет не более суток. Например, на представленном на рис. 1.22 часовом графике японской иены к доллару США за одну рабочую неделю с 16 по 21 сентября 1996 г. показано сильное падение доллара 18 сентября. Это падение произошло только по причине опубликования Министерством торговли США торгового баланса за август. Данные показали больший (более \$11 млрд) торговый дефицит США по сравнению с ожидавшимся дефицитом около \$4 млрд. Такая разница между ожиданиями и фактом усилили иену по отношению к доллару за два часа более чем на 150 пунктов, несмотря на существовавший очень сильный бычий тренд по доллар/иене. Но уже к концу недели курс отыграл половину этого падения, а в начале следующей (на приведенном графике этого не видно) продолжил движение вверх, намного превысив предыдущую максимальную котировку.



Рис. 1.22. Пример влияния публикации данных фундаментального характера на валютный рынок



Рис. 1.23. Долгосрочный фундаментальный фактор формирует тренд на валютном рынке

Длинный цикл жизни информации доходит до нескольких лет. В таком случае правильнее говорить об информационном фоне. К фундаментальным факторам с длинным жизненным циклом относятся все индикаторы, связанные с общим состоянием национальной и мировой экономики, – динамика инфляции, безработицы и процентных ставок, другие долгоиграющие факторы. Например, длительный период отрицательного торгового баланса США оказывает

стабильно негативное воздействие на американский доллар – с большим или меньшим влиянием.

На представленном на рис. 1.23 дневном графике японской иены к доллару США показан долгосрочный – более года (1995–1996) – тренд ослабления иены. Связано это в первую очередь со слабостью японской экономики и низкими процентными ставками в Японии по сравнению с США. Аналогичный тренд в этой паре периодически появляется; такое было и в 2000–2001 гг.

1.4. Политики и экономика

Не буду утомлять вас пространными рассуждениями о влиянии политиков на экономику. В конечном счете нас больше интересует возможность заработать на этом знании, а не собственно знание. Поэтому подойдем к вопросу взаимосвязи политики и экономики сугубо с практической точки зрения.

Любой правительственный чиновник – от президента и премьер-министра до последнего клерка – *назначается* на свою должность и мечтает либо о продвижении по карьерной лестнице, либо как минимум о сохранении своего места. И единственной возможностью избежать отставки/увольнения для него будет удовлетворение интересов влиятельного меньшинства, а не демократического большинства.

Я не верю в демократию как решающий все социально-экономические проблемы общества способ управления. Однако, как сказал сэр Уинстон Черчилль, «демократия несовершенна, но ничего лучше человечество пока не придумало».

Смена власти по причине давления снизу происходит в редкие моменты бунтов и революций. Удовлетворение потребностей населения страны обычно производится в минимально необходимом объеме, лишь бы не дошло до бунта или революции. Сильное желание удержаться у власти-кормушки проявляется также непосредственно перед президентскими и парламентскими выборами. «Хлеба и зрелищ», – говорили древние римляне. «Дешевых товаров и побольше голливудских фильмов и интернет-игр», – вторят им современные правители сейчас. Это политика. А что же экономика, как она реагирует на воссоздание новой Римской империи?

Так как правление единогогласного монолитного меньшинства существует только в тоталитарных обществах, где понятие «рынок» может относиться разве что к колхозному рынку, в современной рыночной экономике влиятельное меньшинство неоднородно. Экспортерам выгодно падение национальной валюты, а импортерам – ее повышение. Банкам выгодны высокие процентные ставки, если они не тормозят экономический рост, а заемщикам и акционерам – политика дешевых денег и низких процентных ставок. Владельцам недвижимости выгоден рост цен на нее и рост стоимости аренды, а не имеющим таковой – это невыгодно. Перечислять подобные группы «по интересам» можно до бесконечности.

Во взаимном противопоставлении интересов различных групп рождается некое оптимальное равновесие экономики, за соблюдением которого и призваны следить государственные деятели. Чем лучше эти люди будут удовлетворять интересы наиболее сильных групп, тем дольше они будут оставаться у власти. Не зря дольше всех правят либо диктаторы, либо умелые балансеры.

Но нас здесь интересует только материальное проявление политики господствующего меньшинства, а не социальная справедливость по отношению к большинству – их отношение к курсу национальной валюты, налогам, инфляции, безработице, бюджету, госдолгу и т. д.

Зная, какая группа в данной стране сейчас у власти и какие у нее интересы, можно определить приоритеты ее экономической политики.

В США, например, последние 150 лет периодически сменяют друг друга у власти «республиканцы-слоны» и «демократы-ослы». В Великобритании аналогичной парой бойцовых петухов на политической арене выступают лейбористы и консерваторы. Сейчас стратегии этих, на первый взгляд ярых антагонистов, настолько сблизилась, что их экономическая политика по своей сути мало чем отличается. И только по тактическим действиям мы можем различить немного более социально ориентированных лейбористов и демократов, с одной стороны, и адвокатов крупного капитала консерваторов и республиканцев – с другой. И все, вместе взятые, «государственные мужи» стремятся упрочить свое имущественное влияние через сохранение существующего положения дел при минимальных изменениях.

Итак, посмотрим на экономическую политику глазами американцев.

Обменный курс национальной валюты

Не бывает просто высокого или низкого обменного курса. И когда мы говорим о высоком курсе национальной валюты, мы фактически говорим о том, что его курс завышен по сравнению с неким эталоном. В качестве эталона я рекомендую использовать паритет покупательной способности. Некоторые рекомендуют индекс биг-мака, рассчитываемый известным журналом *Economist* (*The Economist's Big Mac index*). Информацию о нем можно найти на сайте <http://www.economist.com/markets/Bigmac/Index.cfm>. Но всемирно известный гамбургер все-таки не самый презентабельный товар.

Мы можем однозначно говорить о динамике валютного курса – его росте либо падении – и соответственно его влиянии на финансовое состояние провластных групп.

Рост валютного курса невыгоден экспортерам и внутренним производителям, конкурирующим с импортом. Так как доллар США является мировой резервной валютой, то его курс практически всегда завышен относительно его покупательной способности. Выигрывают или проигрывают США от завышенного курса доллара? Конечно, выигрывают, так как их потребительская экономика зависит от импорта. «Хлеба и зрелищ» – импортного хлеба, конечно же. И чем дороже доллар, тем больше «хлеба» смогут купить американцы. Ну а зрелища обеспечит Голливуд.

Кстати, Япония и Китай, наоборот, стремятся поддерживать заниженный курс своих валют. Это объясняется тем, что их экономики заточены на экспорт. Почти все экспортно ориентированные страны стремятся удерживать положительное сальдо торгового баланса и поддерживать своих экспортеров за счет слабой валюты.

США давно уже живут с дорогой национальной валютой, что постепенно приводит к снижению экспортного потенциала страны. Но это позволяет привлекать капиталы для финансирования бюджетного дефицита и дефицита торгового баланса, хотя одновременно повышает зависимость страны от притока иностранных капиталов. А значит, американцы должны либо завышать процентные ставки, либо разгонять рынок акций (как в 1995–2000 гг.), либо проводить мягкую налоговую политику для стимулирования притока прямых инвестиций. При низких процентных ставках это сопровождается вывозом капитала за рубеж (характерный пример: Япония 1980–1990-х гг.).

Низкий обменный курс (заниженная стоимость национальной валюты) невыгоден импортерам и внутренним потребителям. Это приводит к повышению цен на импортные товары и способствует усилению инфляции. После распада СССР инфляцию импортировали все страны постсоветского пространства. Дорогой доллар приводит к заниженной стоимости импортных товаров, а значит, к уменьшению инфляции в США.

Можно видеть достаточно широкие движения курса доллара не только против валют развивающихся стран, но и евро, японской иены и других ведущих валют мира. Это говорит о невозможности властных групп США полностью контролировать валютный рынок, а также о периодической смене их интересов – перехода от политики сильного доллара к слабому, и наоборот. Хотя порой эти переходы происходят неосознанно – так складывается ситуация. Ведь в итоге провластных американцев не интересует значение курса доллара, который для них является скорее *инструментом*, а не целью *экономической политики*.

Учетная ставка

Учетная ставка также является инструментом, а не целью экономической политики государства. ФРС США через учетную ставку регулирует темпы роста денежной массы, стимулируя либо приостанавливая экономический рост.

Высокая учетная ставка приводит к удорожанию денег и, как следствие, к снижению темпов экономического роста, а в своих крайних значениях – к экономическому спаду. К росту учетной ставки центробанки прибегают для борьбы с растущей или просто высокой инфляцией. Дорогие деньги невыгодны всем заемщикам, особенно финансовому сектору США, использующему сложные финансовые схемы. Финансовый сектор развивающихся стран, как правило, получает выгоду от высоких процентных ставок.

Низкая учетная ставка удешевляет деньги и может привести к оттоку капитала из страны и обесцениванию национальной валюты. Она является следствием снижения инфляции и зачастую сопровождается спадом деловой активности.

Инфляция

Высокая инфляция – безусловно, плохо, так как высокие процентные ставки, неизбежные при такой инфляции, снижают эффективность экономики и перераспределяют капитал от производственного сектора к торговым посредникам. Это происходит вследствие вымывания оборотных средств. Промышленные группы будут выступать против высокой инфляции.

Дефляция – это также плохо, так как будут страдать интересы посредников. В торговле начинается застой, так как потребители не хотят покупать товары, которые в цене не растут, а то и падают. Финансовые посредники страдают из-за аномально низких процентных ставок, характерных для дефляции – смотрите пример Японии на рубеже XX–XXI вв. Так как в США порядка 60 % экономики занимает сектор розничной торговли товарами и услугами, то дефляция способна вызвать экономический спад в этой стране, так же как и в Японии.

Оптимальное значение инфляции (сегодня признается около 2 %) – хороший фактор, так как при стабильно высокой эффективности производственного сектора остаются возможности для выгодного ведения дел и у посредников, и у производителей, т. е. сохраняется ситуация «и волки сыты, и овцы целы».

Безработица

Высокая безработица – это плохо, так как падают доходы населения и соответственно покупательная способность. Она способствует социальной напряженности и уменьшению среднего класса – так называемой опоры демократии. Бедность населения, вызванная высокой безработицей, тормозит рост экономики. Поэтому рост безработицы, например в США, рынок интерпретирует как негативный сигнал о тенденциях развития американской экономики.

Низкая безработица – тоже плохо, так как у работников пропадают стимулы к хорошему труду, падает производительность труда, а следовательно, начинают падать прибыли работодателей. Можно ли достичь нулевого уровня безработицы? Нет, так как всегда найдутся люди, не желающие работать.

Оптимальное значение уровня безработицы находится на пересечении интересов двух крупных групп – работодателей и работников. Неизбежен компромисс между ними, иначе страдающие интересы одной из групп могут привести к революционному решению вопроса. Работодатели нуждаются в дешевой и квалифицированной рабочей силе, а заинтере-

сованы в достаточно высокой безработице. Хотя розничный сектор, наоборот, расцветает в периоды низкой безработицы и роста доходов населения. И не стоит забывать, что безработные также являются избирателями.

Бюджетный дефицит

Дефицит возникает, когда расходы государственного бюджета оказываются больше доходов, что характерно для современных государств. В неразвитых экономиках бюджетный дефицит зачастую приводит к инфляции, так как финансируется за счет денежной эмиссии. В развитых странах и, конечно же, в США дефицит покрывается за счет выпуска государственных ценных бумаг. На рынке ценных бумаг Министерство финансов как эмитент гособлигаций вступает в конкуренцию с корпоративными и муниципальными эмитентами облигаций, что приводит к росту процентных ставок и тормозит экономический рост. Впрочем, государственные расходы стимулируют экономический рост, хоть и паразитического типа. Поэтому, кстати, краткосрочные победоносные войны (как война США с Ираком в 2003 г.) оживляют экономику. Главное – не затянуть войну, а уж тем более не проиграть.

Большой бюджетный дефицит (как правило, более 2 % ВВП) приводит к росту государственного долга и может стать катализатором ускорения инфляции. Вызывается либо значительными растущими расходами госбюджета, либо снижением темпов роста доходов. Отсюда вытекают два способа решения проблемы бюджетного дефицита – снижение расходов (как правило, в первую очередь страдают социальные статьи расходов – на здравоохранение, образование и т. п.) или повышение налогов. В первом случае проблема решается за счет малообеспеченного населения страны, во втором – за счет налогоплательщиков. Республиканцы в США предпочитают первый путь решения проблемы, а демократы – второй. И вообще демократический стиль правления основывается на более сдержанной бюджетной политике и стремлении уменьшить бюджетный дефицит. Республиканцы более расточительны и делают ставку в первую очередь на экономический рост и соответствующий последующий рост налоговых поступлений, допуская временное увеличение дефицита бюджета. Если долгое время не решается проблема высокого бюджетного дефицита, правительство раскручивает маховик инфляции, и, как следствие, страну ждут рост процентных ставок и последующий экономический спад.

Незначительный бюджетный дефицит или же профицит говорит, как правило, или о завышенных ставках налогов, или о неоправданно низких расходах государства. В первом случае страдает вся экономика, во втором – получатели бюджетных средств и, к сожалению, инфраструктура. Низкий бюджетный дефицит приводит к снижению инфляции, что также может создать проблемы. Так как военно-промышленное лобби в США оказывает значительное влияние на формирование бюджета, то снижение дефицита американского федерального бюджета, как правило, делается за счет социальных программ. И поэтому перед парламентскими и президентскими выборами ждите роста дефицита.

Эффективный бюджетный дефицит в 2 % основан на умеренной инфляции (те же 2 %) при соблюдении интересов всех заинтересованных в бюджете страны групп влияния.

Платежный баланс

Глобализация и международное разделение труда вывели данные о платежном балансе стран в заголовки новостей. Движение капиталов, товаров и услуг между различными странами и целыми регионами приобрело глобальный характер, обогащая одних и разоряя других. Роли в мировой экономике распределены англосаксонской моделью следующим образом:

- США являются крупнейшим потребителем импортных потребительских товаров, а для финансирования дефицита торгового баланса – и крупнейшим импортером капиталов;

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.