

Министерство образования и науки Российской Федерации

ТОМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
СИСТЕМ УПРАВЛЕНИЯ И РАДИОЭЛЕКТРОНИКИ (ТУСУР)

В. Ю. Цибульникова

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Учебное пособие

Томск
«Эль Контент»
2013

УДК 336.76(075.8)
ББК 65.262.2я73
Ц 569

Рецензенты:

Красина Ф. А., доцент кафедры экономики ТУСУР;
Миронов Ю. А., финансовый аналитик филиала ЗАО «ИнвестАгент» в г. Томске.

Цибульникова В. Ю.

Ц 569 **Фундаментальный анализ рынка ценных бумаг : учебное пособие /**
В. Ю. Цибульникова. — Томск : Эль Контент, 2013. — 226 с.

ISBN 978-5-4332-0097-5

Учебное пособие посвящено изучению методов и показателей фундаментального анализа финансовых рынков. Раскрыты основные понятия финансовых рынков, последовательно рассмотрены особенности рынка ценных бумаг, дана их классификация, рассмотрен механизм функционирования с учетом существующей законодательной базы. Особое внимание уделено валютному рынку и его особенностям.

Для эффективного понимания фундаментальных показателей в учебном пособии выделен раздел с описанием основных макроэкономических процессов и взаимосвязей. Подробно раскрыты денежное обращение, фискальная и денежно-кредитная политика государства и подробно изложены методы фундаментального анализа ценных бумаг и исчисления доходности по ним.

УДК 336.76(075.8)
ББК 65.262.2я73

ISBN 978-5-4332-0097-5

© Цибульникова В. Ю., 2013
© Оформление.
ООО «Эль Контент», 2013

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	5
1 Виды финансовых рынков и основы их взаимодействия	7
1.1 Введение в теорию финансовых рынков	7
1.1.1 Особенности составляющих финансового рынка	11
1.2 Фундаментальные понятия рынка ценных бумаг	12
1.2.1 Введение в рынок ценных бумаг	12
1.2.2 Классификация рынка ценных бумаг	16
1.2.3 Понятие и классификация ценных бумаг	17
1.2.4 Основные виды ценных бумаг	22
1.3 Введение в валютный рынок	45
1.3.1 Основные термины и определения	45
1.3.2 Характерные черты международного валютного рынка	48
1.3.3 Валютный курс и его виды	49
1.3.4 Основные теории обменного курса	53
1.3.5 Построение обобщающей модели обменного курса	55
2 Макроэкономические основы финансовых рынков	68
2.1 Макроэкономические показатели системы национальных счетов	68
2.2 Макроэкономические показатели уровня цен	72
2.3 Источники макроэкономической неустойчивости: инфляция и безработица	74
2.4 Регулирование макроэкономического равновесия на рынке товаров и услуг. Фискальная политика	79
2.5 Кредитно-финансовая система современной экономики. Денежно-кредитная политика	85
3 Введение в фундаментальный анализ	98
3.1 Необходимость фундаментального анализа	98
3.2 Понятие «экономических циклов» и политика государства	102
3.3 Факторы влияющие на рынок	105
4 Классификация макроэкономических показателей фундаментального анализа	112
4.1 Общий подход к классификации показателей	112
4.2 Макроэкономические показатели 1-ой группы	118
4.2.1 Процентные (учетные) ставки	119
4.2.2 Платежный баланс (Balance of Payment, Current Account)	129

4.2.3	Торговый баланс (Trade Balance, International Trade)	134
4.2.4	Валовой внутренний продукт, ВВП (Gross Domestic Product, GDP)	139
4.2.5	Индикаторы инфляции	143
4.2.6	Дефицит государственного бюджета (Deficit of Budget) и валютный курс	149
4.2.7	Данные по безработице (unemployment) и занятости (employment)	151
4.2.8	Индикаторы денежной статистики	159
4.3	Макроэкономические показатели 2-й группы	161
4.3.1	Розничные продажи	162
4.3.2	Размеры жилищного строительства	163
4.3.3	Объем промышленного производства (Industrial Production, IP)	168
4.3.4	Индикаторы эффективности промышленности	170
4.3.5	Производственные заказы (Factory Orders)	171
4.3.6	Показатели объема запасов на складах	171
4.3.7	Экономические показатели домашних хозяйств	172
4.3.8	Потребительский кредит (Consumer Credit)	173
4.3.9	Составные экономические индикаторы	173
4.3.10	Индексы деловой активности	174
4.3.11	Индексы федеральной резервной системы (FED)	179
4.3.12	Индексы настроения потребителей	180
4.4	Макроэкономические показатели 3-й группы	181
4.4.1	Форвардные и фьючерсные курсы соответствующих валют (forward, futures)	182
4.4.2	Эффективный обменный курс	182
4.4.3	Рынок золота	183
4.4.4	Рынок нефти	185
4.4.5	Фондовые индексы акций (NIKKEI, DOW JONES, DAX, FTSE и т. д.)	186
4.4.6	Динамика цен государственных облигаций (T-bills, T-bonds)	189
4.5	Политические факторы	190
4.6	Влияние ожиданий на формирование тенденций на валютном рынке	196
5	Фундаментальный анализ экономических отраслей и показателей развития компаний	201
5.1	Анализ экономических отраслей	201
5.2	Корпоративный анализ	203
5.3	Достоинства и недостатки фундаментального анализа	210
	Заключение	212
	Литература	213
	Глоссарий	215

ВВЕДЕНИЕ

Финансовые рынки обеспечивают перераспределение капитала в экономике и привлекают различных инвесторов, которые стремятся приумножить капитал. В связи с этим особое значение приобретают методы анализа изменения цен различных финансовых инструментов. Подобных инструментов существует множество, но первостепенное значение среди них занимает фундаментальный анализ.

Фундаментальный анализ изучает движение цен под влиянием различных макроэкономических факторов и может применяться для различных финансовых инструментов.

В учебном пособии раскрыты основные понятия финансовых рынков, последовательно рассмотрены особенности рынка ценных бумаг, дана их классификация, рассмотрен механизм функционирования с учетом существующей законодательной базы. Особое внимание уделено валютному рынку и его особенностям, так как валютный рынок является первостепенным в структуре финансовых рынков, и оценить влияние макроэкономических факторов в первую очередь позволяют инструменты валютного рынка.

Для эффективного понимания фундаментальных показателей в учебном пособии выделен раздел с описанием основных макроэкономических процессов и взаимосвязей. Подробно раскрыты денежное обращение, фискальная и денежно-кредитная политика государства.

Далее подробно изложены методы фундаментального анализа ценных бумаг и исчисления доходности по ним. Причем фундаментальный анализ разделен на сегмент макроэкономического анализа, на сегмент отраслевого и корпоративного анализа, что позволяет комплексно проанализировать рынок ценных бумаг.

Учебное пособие снабжено практическими примерами, которые позволяют понять, каким образом применяются фундаментальные факторы.

Пособие предназначено для студентов, аспирантов и преподавателей экономических вузов, а также практических работников, занятых в сфере кредита, финансов и ценных бумаг.

Соглашения, принятые в книге

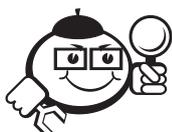
Для улучшения восприятия материала в данной книге используются пиктограммы и специальное выделение важной информации.



.....
 Эта пиктограмма означает определение или новое понятие.



.....
 Эта пиктограмма означает внимание. Здесь выделена важная информация, требующая акцента на ней. Автор здесь может поделиться с читателем опытом, чтобы помочь избежать некоторых ошибок.



Пример

.....
 Эта пиктограмма означает пример. В данном блоке автор может привести практический пример для пояснения и разбора основных моментов, отраженных в теоретическом материале.



Выводы

.....
 Эта пиктограмма означает выводы. Здесь автор подводит итоги, обобщает изложенный материал или проводит анализ.



.....
 В блоке «На заметку» автор может указать дополнительные сведения или другой взгляд на изучаемый предмет, чтобы помочь читателю лучше понять основные идеи.



.....
 Эта пиктограмма означает совет. В данном блоке можно указать более простые или иные способы выполнения определенной задачи. Совет может касаться практического применения только что изученного или содержать указания на то, как немного повысить эффективность и упростить выполнение некоторых задач.



Контрольные вопросы по главе

Глава 1

ВИДЫ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ И ОСНОВЫ ИХ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ

1.1 Введение в теорию финансовых рынков



.....
Финансы — это совокупность экономических отношений, возникающих в процессе формирования, распределения и использования централизованных и децентрализованных фондов денежных средств.
.....

Обычно речь идет о целевых фондах государства или хозяйствующих субъектов (предприятий). На финансовых рынках разных уровней различные финансовые институты формируют фонды капиталов и через систему отношений перераспределяют данные фонды. Система, с помощью которой финансовые институты взаимодействуют между собой, называется финансовой системой. В общеэкономическом смысле это сеть финансовых институтов и рынков, оперирующих различными финансовыми инструментами, посредством которых осуществляются все действия с финансовыми ресурсами. В финансовую систему входит оборот денежной массы, кредитование и заимствование финансовых средств, внешнеэкономическая деятельность [1].

Таким образом, суть и роль финансового рынка трактуются в литературе по-разному. Но с экономической точки зрения все же ближе подход к финансам как средству распределения и последующего использования денежных средств.



.....
 Следовательно, **финансовый рынок** — это и место купли-продажи финансовых ресурсов, и совокупность институтов, обеспечивающих их обращение, т. е. совокупность социально-экономических отношений в сфере трансформации бездействующих денежных средств в ссудный капитал через кредитно-финансовые институты на основе спроса и предложения.

В экономике постоянно происходит кругооборот финансовых ресурсов, субъектами которого являются домашние хозяйства (хозяйства граждан и их семей), предприятия, государство и различные финансовые институты, выступающие посредниками в системе взаимоотношений.

В процессе хозяйствования у одних субъектов возникает потребность в средствах для расширения их деятельности, а у других накапливаются сбережения. Распределение средств происходит посредством формирования фондов: централизованных, являющихся собственностью государства, и децентрализованных, принадлежащих субъектам производства.

Экономика основана на функционировании соответствующей финансовой системы, а в последней важнейшее место занимает финансовый рынок, на котором происходит движение денег (капитала). Деньги не только главная цель предпринимательской деятельности, но и важнейшее средство ее существования, поскольку без наличия денег (первоначальных вложений) невозможно возникновение предпринимательской деятельности. При этом необходимо решить вопросы об источнике капитала и его вложении.

Таким образом, все хозяйствующие субъекты сталкиваются в первую очередь с финансовым рынком, именно на нем ищут необходимые для себя денежные средства либо получают дополнительный доход от удачного инвестирования временно свободных средств.

Финансовый рынок представляет собой организованную либо неформальную систему торговли финансовыми инструментами, где происходит обмен деньгами, предоставление кредита и мобилизация капитала.



.....
Финансовый инструмент — это финансовое обязательство (валюта, ценная бумага, денежное обязательство, фьючерс, опцион и т. п.), продажа или передача которого обеспечивает получение денежных средств. Это, по сути, любой контракт, результатом которого является появление определенной статьи в активах одной стороны контракта и статьи в пассивах другой.

Основную роль на финансовых рынках играют финансовые институты, задача которых заключается в перенаправлении потоков денежных средств от собственников капитала к заемщикам. Как и любой рынок, финансовый рынок предназначен для установления связей между покупателями и продавцами финансовых инструментов.

Наличие большого разнообразия видов финансовых инструментов и способов торговли ими обуславливает существование различных финансовых рынков. Так, в общем понимании, финансовые инструменты подразделяются на первичные (например, денежные средства, ценные бумаги, кредиторская и дебиторская задолженность по текущим операциям) и вторичные, или производные (например, финансовые опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные свопы, валютные свопы). В зависимости от видов финансовых инструментов принято выделять товарно-сырьевой и валютный рынки, рынок ценных бумаг и рынок драгоценных металлов.

Финансовый рынок рассматривается как рынок финансовых ресурсов и представляет собой систему взаимосвязанных и дополняющих друг друга, но обособленно функционирующих рынков (рис. 1.1), поскольку каждый из составляющих рынков обладает специфическими особенностями учета финансовых инструментов и операций, ценообразования и т. п.



Рис. 1.1 – Классификация финансовых рынков

При данном подходе финансовые рынки можно разделить на следующие составляющие:

1) *рынок капиталов:*

- *рынок ссудного капитала (рынок кратко-, средне- и долгосрочных банковских кредитов), в котором выделяются:*

- *денежный рынок* — рынок краткосрочных банковских кредитов. На этом рынке банки и финансовые организации могут обеспечить себя денежными средствами на короткий срок (до 1 года) для проведения каких-либо краткосрочных финансовых операций;
 - *учетный рынок*, занимающий особое место на рынке ссудных капиталов. На этом рынке осуществляется учёт векселей частного и государственного сектора хозяйствования (казначейские векселя), а также иных краткосрочных обязательств (иных коммерческих бумаг);
 - *кредитный рынок* — механизм, с помощью которого устанавливаются взаимоотношения покупателей и продавцов финансовых средств (сбережений), предоставляющих их на определенных условиях. Функциями этого рынка являются объединение сбережений, трансформация денежных средств в ссудный капитал, предоставление займов (кредитов). Кредитные сделки осуществляются кредитными институтами (коммерческими банками, специальными фондами и др.), которые берут займы и ссужают деньги, и инвестиционными организациями, обеспечивающими выпуск и движение различных долговых обязательств, реализуемых на рынке ценных бумаг;
 - *межбанковский рынок* — это, прежде всего, рынок межбанковских депозитов. Этот рынок представляет собой совокупность операций между банковскими учреждениями по предоставлению взаимных краткосрочных необеспеченных ссуд на сумму до 1 млн долларов США;
- 2) *международный валютный рынок* — механизм, с помощью которого устанавливаются правовые и экономические взаимоотношения потребителей и продавцов валют различных государств;
 - 3) *рынок ценных бумаг*, охватывающий операции по выпуску и обращению инструментов займа (облигаций, сертификатов, векселей), инструментов собственности (акций), а также их гибридов, которые имеют признаки как облигаций, так и акций, и производных (дериватов);
 - 4) *рынок драгоценных металлов* — сфера экономических отношений между участниками сделок с драгоценными металлами, драгоценными камнями, котируемыми в золоте. К последним относятся золотые сертификаты, облигации, фьючерсы.
- С функциональной точки зрения рынок драгоценных металлов и драгоценных камней представляет собой торгово-финансовый центр, в котором сосредоточены торговля и другие коммерческие и имущественные сделки с данными активами. С этой позиции функционирование рынка драгоценных металлов должно обеспечить промышленное и ювелирное потребление драгоценных металлов и драгоценных камней, создание золотого запаса государства, страхование от валютных рисков, получение прибыли за счет арбитражных сделок. С институциональной же точки зрения рынок драгоценных металлов представляет собой совокупность специально уполномоченных банков, бирж драгоценных металлов;

- 5) *страховой рынок*, представляющий в общем смысле систему экономических отношений, возникающих при купле-продаже специфического товара (страхового покрытия) в процессе удовлетворения общественных потребностей в страховой защите. При этом включение страхового рынка в состав финансового обусловлено тем, что обширную часть операций на страховом рынке занимают операции страхования различных финансовых сделок и финансовых рисков.

Следует отметить, что в существующих подходах к классификации финансовых рынков не всегда уделяется должное внимание к таким составляющим рынка, как страховой рынок, рынок драгоценных металлов, хотя эти рынки на сегодняшний день занимают серьезные позиции в сфере обращения финансовых ресурсов. Предложенная классификация более полно отражает современные тенденции финансового рынка и учитывает все особенности финансовых операций. Но как бы ни трактовалась структура финансового рынка, важным является распределение излишка средств (сбережений), их мобилизация и перераспределение между сферами и секторами эффективно функционирующей экономики. Этот процесс осуществляется именно через финансовый рынок.

1.1.1 Особенности составляющих финансового рынка

Каждый из видов финансовых рынков имеет свои особенности. Как правило, это выражается в способе обращения того или иного инструмента, системе ценообразования, системе учета и перераспределения инструментов и т. д. Так, например, особенность рынка ценных бумаг заключается в специфическом характере товара. Не имея собственной стоимости, ценные бумаги могут быть проданы по высокой рыночной цене. Ценные бумаги могут быть связаны со средне- и долгосрочными банковскими кредитами. Это форма движения ссудного капитала, предоставленного банками займы на условиях обеспеченности, возвратности, срочности.

Составляющие финансового рынка оказывают взаимное влияние друг на друга. Участниками финансового рынка являются, с одной стороны, индивиды, компании, правительственные органы, располагающие свободными средствами и готовые предоставить их пользователю, а с другой — нуждающиеся в денежных средствах и готовые уплатить за их использование. На финансовом рынке происходит обмен денег будущих на деньги настоящие при посредничестве банков. Это способствует переходу финансовых фондов (рис. 1.2).

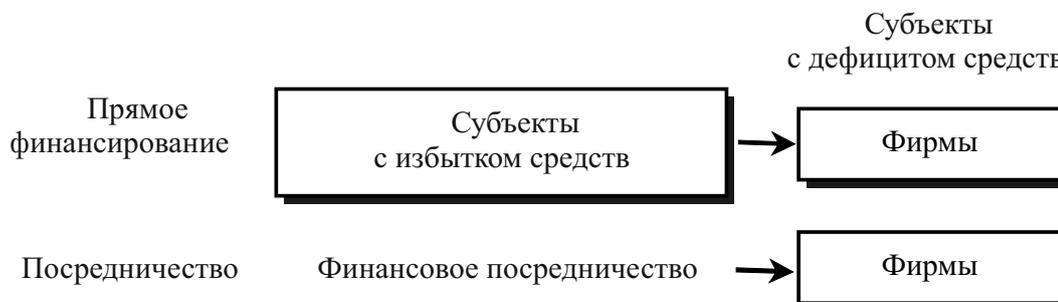


Рис. 1.2 – Прямое финансирование и посредничество

Для целей исследования фундаментального анализа необходимо более подробно рассмотреть такие виды финансового рынка, как рынок ценных бумаг и валютный рынок, так как эти два рынка обеспечивают большую часть процесса перераспределения капитала и подвержены взаимному влиянию различных фундаментальных факторов.

1.2 Фундаментальные понятия рынка ценных бумаг

1.2.1 Введение в рынок ценных бумаг

Одним из основных предметов делового оборота на финансовых рынках являются ценные бумаги. В современной экономике термин «ценная бумага» в равной степени относится к любой легальной форме закрепления имущественных прав как в виде бумажного документа, так и в электронной форме, в том числе в виде записи в реестре собственников или на счете депо в специализированной финансовой организации — *депозитарии*. Это свойство ценных бумаг достаточно точно отражается английским термином *security* — в том смысле, что имущественные права, связанные с владением ценной бумагой, легально закреплены (*secured*) [2].



.....
 Согласно законодательству Российской Федерации под **ценной бумагой** понимается «документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении» (ст. 142 ГК РФ).

Передача права собственности осуществляется согласно п. 1–3 ст. 146:

- по ценной бумаге на предъявителя — ее вручением;
- по именной ценной бумаге — в порядке, установленном для уступки требований (цессии);
- по ордерной ценной бумаге — совершением на этой бумаге передаточной надписи (индоссамент).

Процедура передачи права собственности на ценные бумаги предполагает (п. 1, ст. 142), что «с передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности».



.....
 Однако не все финансовые инвестиции могут быть представлены в виде ценных бумаг, являющихся предметом свободной купли-продажи.

Например, кредитный договор, который представляет собой соглашение об обмене сегодняшней стоимости на будущую, и в отличие от сделок с ценными бумагами, обязательства заимодавца перед кредитором не являются предметом свободной купли-продажи.



.....
Рынок ценных бумаг — часть финансового рынка, на котором происходит обращение, купля-продажа ценных бумаг.

Поскольку не все ценные бумаги ведут свое происхождение от денежных капиталов (например, товарные векселя, коносаменты, простые складские свидетельства, залоговые свидетельства, варранты и др.), постольку рынок ценных бумаг часто называют фондовым рынком.

Ф. Котлер определил рынок ценных бумаг как «сферу потенциальных обменов», К. Р. Макконнелл и С. Л. Брю как «институт или механизм, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) отдельных товаров и услуг». В нашем случае этот рынок отличается от всех других прежде всего товаром, который на нем обращается, — ценными бумагами. В свою очередь, это определяет состав участников рынка, его местоположение, порядок функционирования и правила регулирования и т. п. [2].

Из общей картины финансовых рынков можно выделить трех главных участников.

- 1) Фирмы, которые в конечном счете являются заемщиками капитала. Они привлекают средства в настоящий момент, чтобы инвестировать их в заводы и оборудование. Прибыль от этих реальных активов обеспечивает доход инвесторам, которые приобретают ценные бумаги, эмитируемые фирмой.
- 2) Домохозяйства, роль которых обычно сводится в итоге к предоставлению денег. Они приобретают ценные бумаги, эмитируемые фирмами, которые нуждаются в привлечении средств.
- 3) Правительства могут быть как заемщиками, так и кредиторами, в зависимости от соотношения между налоговыми поступлениями и правительственными расходами.



.....
Финансовые посредники (financial intermediaries) — организации, «соединяющие» финансовые потребности заемщиков и кредиторов посредством размещения у себя средств кредиторов и предоставления их в дальнейшем заемщикам. Финансовыми посредниками являются банки, инвестиционные компании, страховые компании и кредитные союзы. Финансовые посредники эмитируют собственные ценные бумаги, чтобы привлечь средства для приобретения ценных бумаг других компаний.

В посреднической деятельности этих компаний заключены похожие преимущества. Прежде всего, объединив в общий фонд средства многих мелких инвесторов, они получают возможность предоставлять значительные ссуды крупным заемщикам. Во-вторых, предоставляя ссуды большому количеству заемщиков, посредники достигают значительной диверсификации. Таким образом, они могут не отказываться в предоставлении ссуд, которые сами по себе являются слишком рискованными.

В-третьих, посредники совершенствуют свое мастерство благодаря объему выполняемых ими деловых операций. Они также могут воспользоваться эффектом роста масштаба производства и появлением новых возможностей для оценки и мониторинга риска.



.....
Инвестиционные компании (investment companies) — компании, управляющие объединенными средствами инвесторов, которые объединяют деньги множества инвесторов в общий фонд (пул) и управляют им, также используют эффект роста масштаба бизнеса.

К преимуществам взаимных фондов относятся крупномасштабные операции с ценными бумагами и профессиональное управление портфелем активов. Участники взаимного фонда получают их акции в соответствии с долей их вклада в общем размере инвестиций. Эта система даст мелким инвесторам преимущества, за которые они готовы оплачивать услуги компании, управляющей взаимным фондом.

Инвестиционные компании также могут разрабатывать портфели специально для крупных инвесторов, учитывая их индивидуальные цели.

В отличие от них, акции взаимных фондов широкодоступны, и они стараются разнообразить свои инвестиционные стратегии для привлечения большого числа клиентов. Эффект от масштаба операций также объясняет быстрый рост числа аналитических услуг, полезных для инвесторов.

Информационные бюллетени, базы данных, исследовательские услуги брокерских контор, — все это используется в исследованиях, результаты которых предлагаются большому числу клиентов.



.....
Инвестиционные банки (investment bankers) — фирмы, которые специализируются на продаже новых выпусков ценных бумаг, обычно путем их подписки (андеррайтинга).

Инвестиционные банки (investment bankers) советуют корпорации, задумавшей осуществить выпуск ценных бумаг, какую цену установить на выпускаемые инструменты, какие процентные ставки назначить и т. д.

В конце концов, инвестиционные банки проводят маркетинг по размещению выпуска ценных бумаг среди широкого круга инвесторов.

Рынок ценных бумаг выполняет целый ряд функций, которые условно можно разделить на общерыночные (присущие каждому рынку) и специфические (отличающие данный рынок от всех остальных). *К общерыночным функциям рынка ценных бумаг относятся [2]:*

- интегрирующая — рынок ценных бумаг — это составная часть финансового рынка представляет собой сложную систему, опосредующую аккумуляцию, распределение и перераспределение ссудного капитала в целях непрерывности и рентабельности общественного воспроизводства;

- регулирующая — объединяет и регулирует деятельность различных субъектов рынка путем создания системы инфраструктуры фондового рынка, являвшейся связующим звеном между инвесторами и эмитентами;
- стимулирующая — направляя финансовые потоки на приобретение ценных бумаг эмитентов, дающих наибольшую доходность, фондовый рынок способствует вложению свободных инвестиционных ресурсов в наиболее прибыльные (либо развивающиеся) отрасли экономики;
- ценообразующая — объединение всех участников экономических отношений в единую систему фондового рынка позволяет, используя всю возможную информацию о перспективном спросе на ценную бумагу и доходах по ней, проводить оценку ее инвестиционной стоимости и формировать текущие курсы на конкретные виды ценных бумаг;
- информационная — ситуация на фондовом рынке, представленная в виде курса ценных бумаг, сообщает вкладчикам информацию о состоянии экономической конъюнктуры рынка и дает им ориентиры для наиболее выгодного размещения своих капиталов.

К специфическим функциям рынка ценных бумаг относятся:

- перераспределительная функция, которая, в свою очередь, может быть разбита на три подфункции: перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности; перевод сбережений (прежде всего населения) из непроизводительной в производительную форму; финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т. е. без выпуска в обращение дополнительных денежных средств;
- функция страхования ценовых и финансовых рисков (хеджирование), которая стала возможной благодаря появлению класса производных финансовых инструментов — фьючерсных и опционных контрактов.

Государство активно участвует в перераспределении капитала, выступая через свои кредитные учреждения и как продавец, и как покупатель ценных бумаг. Государство определяет и контролирует правовые основы рыночных отношений, прежде всего, гарантируя права собственности и определяя базовые правила экономических отношений участников финансового рынка.

К сфере государственного регулирования рынка ценных бумаг относятся, помимо законодательного обеспечения, регулирование и определение правил выпуска и обращения ценных бумаг, регистрация новых выпусков, лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, защита прав инвесторов, контроль за соблюдением антимонопольного законодательства, контроль системы ценообразования и деятельности профессиональных участников рынка.

Функцию регулирования рынка ценных бумаг в Российской Федерации выполняет специально созданный орган — Федеральная Служба по Финансовым Рынкам. К ведению службы относятся: формирование и осуществление государственной политики в области развития рынка, контролирование выпуска и обращения ценных бумаг, регистрация новых выпусков, лицензирование профессиональной деятельности др.

Помимо государственных органов, важную роль в регулировании деятельности на рынке ценных бумаг играют *саморегулируемые организации участников*

фондового рынка (СРО) — некоммерческие, негосударственные организации, создаваемые участниками рынка ценных бумаг на добровольной основе, с целью регулирования отдельных аспектов рынка на основе государственных гарантий поддержки, выразившихся в присвоении им государственного статуса саморегулируемой организации. Основой для создания таких организаций служит наличие заинтересованности участников рынка в определении и контроле за соблюдением общих правил поведения на рынке, отстаивании собственных интересов, недопущении недобросовестной конкуренции, организации выполнения специфических функций, в которых заинтересованы многие участники рынка [2].

Во многих странах государственные органы делегируют саморегулируемым организациям функции по контролю за рынком ценных бумаг.

Примером саморегулируемых организаций на российском рынке ценных бумаг можно считать действующие сегодня такие общественные объединения профессиональных участников рынка, как Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфертных агентов и депозитариев (ПАТРАД) в Москве, Комитет профессиональных участников фондового рынка в Санкт-Петербурге, Ассоциация Фондовых дилеров Сибири, в Новосибирске и др.

1.2.2 Классификация рынка ценных бумаг

Понятие национального рынка охватывает торговлю резидентов между собой (ценными бумагами, выпущенными как резидентами, так и нерезидентами, с номиналами, выраженными как в иностранной, так и в национальной валюте). Движения капиталов между странами на национальных рынках не происходит.

На региональных рынках возникает относительно замкнутый оборот по поставке и потреблению денежных капиталов предприятиями и населением внутри региона. Регионализм присущ, прежде всего, неразвитым рынкам ценных бумаг, с плохими коммуникациями, с отсутствием признанных страновых центров торговли ценными бумагами.

По характеру движения ценных бумаг рынки ценных бумаг делят на первичные и вторичные рынки.

Важнейшая черта первичного рынка — это полное раскрытие информации для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор ценной бумаги для вложения денежных средств. Раскрытию информации подчинено все, что происходит на первичном рынке: подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты представленных данных, публикация проспекта и итогов подписки и т. д.

Важнейшая черта вторичного рынка — это его ликвидность.



.....
Ликвидность рынка — это возможность успешной и обширной торговли, способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время, при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на реализацию.

Сам механизм торговли на вторичном рынке настроен на поддержание стабильного рынка, на ограничение спекуляции [2].

По видам бумаг, обращающихся, в частности, на российском рынке, сегодня выделяются:

- рынок государственных бумаг;
- рынок акций, в котором, в свою очередь, выделяются три основных сегмента (иногда их называют эшелонами): «голубые фишки» (наиболее ликвидные акции крупнейших российских компаний), акции «второго эшелона», приближающиеся к ним, но еще не достигшие соответствующей ликвидности, и акции предприятий, практически не появляющиеся на рынке;
- рынок ценных бумаг местного значения (в большинстве — муниципальных облигаций или облигаций субъекта федерации);
- рынки векселей разных эмитентов;
- рынки производных ценных бумаг (в основном фьючерсов).

Классификация рынка ценных бумаг *по организации торговли* включает биржевой рынок, внебиржевой (розничный) рынок и электронный рынок.

Биржевой рынок исчерпывается понятием фондовой биржи как особого, институционально организованного рынка, на котором обращаются ценные бумаги наиболее высокого качества и операции на котором совершают профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Фондовая биржа должна обеспечить постоянство, ликвидность и регулирование рынка, определение цен, учет рыночной конъюнктуры.

В случае, когда сделки небольшие, их экономически невыгодно исполнять через крупные специализированные торговые системы, покупатель идет непосредственно к дилеру и покупает бумаги прямо у него. Это особый сегмент рынка ценных бумаг. Он называется розничным (внебиржевым) рынком (OTC-market от английского Over the Counter — торговля из-за прилавка). Внебиржевой рынок охватывает рынок операций с ценными бумагами, совершаемых вне фондовой биржи.

Основная цель функционирования рынка ценных бумаг состоит в том, чтобы сформировать механизм для привлечения в экономику инвестиций путем построения взаимоотношений между теми, кто испытывает потребность в средствах, и теми, кто хочет инвестировать избыточный доход.

1.2.3 Понятие и классификация ценных бумаг

В первой части нового Гражданского кодекса РФ (статья 142) дается определение ценной бумаги как документа установленной формы и реквизитов, удостоверяющего имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. Таким образом, ценная бумага — это форма фиксации рыночных отношений между участниками рынка, которая сама является объектом этих отношений, т. е. заключение сделки между ее участниками состоит в передаче или купле-продаже ценной бумаги в обмен на деньги или товар. Ценность же ценной бумаги состоит в тех правах, которые она дает ее владельцу.

Поскольку и деньги, и товар в современных условиях являются разными формами существования капитала, то экономическое определение ценной бумаги можно выразить следующим образом:



.....
Ценная бумага — это форма существования капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход.

Суть ее состоит в том, что у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются все права на него, которые и зафиксированы в форме ценной бумаги. Ценная бумага позволяет отделить собственность на капитал от самого капитала и соответственно включить последний в рыночный процесс в таких формах, в каких это необходимо для самой экономики.



Выводы

Подытоживая вышесказанное, можно утверждать, что атрибутами ценной бумаги являются:

- имущественные права, отношения займа, а также некоторые иные права и обязательства;
- способность быть объектом купли-продажи;
- переход вышеозначенных прав и обязательств при купле-продаже ценной бумаги;
- стоимость ценной бумаги, которая оценивается в денежном выражении.

.....
 Ценная бумага выполняет ряд общественнозначимых функций:

- перераспределяет денежные средства (капиталы) между: отраслями и сферами экономики; территориями и странами; группами и слоями населения; населением и сферами экономики; населением и государством и т. п.;
- предоставляет определенные дополнительные права ее владельцам, помимо права на капитал. Например, право на участие в управлении, соответствующую информацию, первоочередность в определенных ситуациях и т. п.;
- обеспечивает получение дохода на капитал и/или возврат самого капитала и др.

Как любая экономическая категория, ценная бумага имеет соответствующие характеристики:

- *Временные характеристики:*
 - срок существования ценной бумаги: когда выпущена в обращение, на какой период времени или бессрочно;
 - происхождение: ведет ли ценная бумага начало от своей первичной основы (товар, деньги) или от других ценных бумаг.
- *Пространственные характеристики:*

- форма существования: бумажная или, выражаясь юридически, документарная форма, или безбумажная, бездокументарная форма;
 - национальная принадлежность: ценная бумага отечественная или другого государства, т. е. иностранная;
 - территориальная принадлежность: в каком регионе страны выпущена данная ценная бумага.
- *Рыночные характеристики:*
 - тип актива, лежащего в основе ценной бумаги, или ее исходная основа (товары, деньги, совокупные активы фирмы и др.);
 - порядок владения: ценная бумага на предъявителя или на конкретное лицо (юридическое, физическое);
 - форма выпуска: эмиссионная, т. е. выпускаемая отдельными сериями, внутри которых все ценные бумаги совершенно одинаковы по своим характеристикам, или неэмиссионная (индивидуальная);
 - форма собственности и вид эмитента, т. е. того, кто выпускает на рынок ценную бумагу: государство, корпорации, частные лица;
 - характер обращаемости: свободно обращается на рынке или есть ограничения;
 - экономическая сущность с точки зрения вида прав, которые предоставляет ценная бумага;
 - уровень риска: высокий, низкий и т. п.;
 - наличие дохода: выплачивается по ценной бумаге доход или нет;
 - форма вложения средств: инвестируются деньги в долг или для приобретения прав собственности.

Переход от бумажной формы ценных бумаг к безбумажной связан, во-первых, с нарастанием количества обращающихся ценных бумаг, прежде всего таких известных их видов, как акции и облигации. По другим ценным бумагам, число которых сравнительно невелико, документарная форма преобладает.

Во-вторых, многие права, которые закрепляются за владельцем ценной бумаги, могут быть реализованы безотносительно к ее форме. Например, выплата дохода по ценной бумаге, ее купля-продажа и т. п. могут производиться без наличия ее самой в качестве материального носителя этих прав.

В-третьих, безбумажная форма ценной бумаги ускоряет, упрощает и удешевляет ее обращение в части расчетов, передачи от одного владельца к другому, хранения и учета, налогообложения и т. п.

В-четвертых, это связано со структурными изменениями на рынке ценных бумаг (в частности, с увеличением числа именных ценных бумаг и снижением доли предъявительских ценных бумаг).

В Гражданском Кодексе РФ можно найти перечень видов ценных бумаг: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносаменты, акции, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.

Различают классификации ценных бумаг и классификации видов ценных бумаг.

Классификация ценных бумаг — это деление ценных бумаг на виды по определенным признакам, которые им присущи (рис. 1.3).



Рис. 1.3 – Систематизация ценных бумаг по некоторым признакам

Классификация видов ценных бумаг — это группировка ценных бумаг одного и того же вида; это деление ценных бумаг на подвиды. В свою очередь, подвиды могут в ряде случаев делиться еще дальше. Каждая нижестоящая классификация входит в состав той или иной вышестоящей классификации.

Существующие в современной мировой практике ценные бумаги делятся на два больших класса:

- I класс — основные ценные бумаги;

- II класс — производные ценные бумаги.

Основные ценные бумаги — это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др.

Основные ценные бумаги, в свою очередь, можно разделить на две подгруппы: первичные и вторичные ценные бумаги.

Первичные ценные бумаги основаны на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги (акции, облигации, векселя, закладные и др.).



.....
Вторичные ценные бумаги — это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг; это ценные бумаги на сами ценные бумаги: warrants на ценные бумаги, депозитарные расписки и др.



.....
Производная ценная бумага — это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива (эту ценную бумагу можно представить как ценную бумагу на какой-либо ценовой актив: на цены товаров (обычно биржевых: зерна, мяса, нефти, золота и т. п.); на цены основных ценных бумаг (обычно на индексы акций, на облигации); на цены кредитного рынка (процентные ставки); на цены валютного рынка (валютные курсы) и т. п.

К производным ценным бумагам относятся: фьючерсные контракты (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и свободнообращающиеся опционы.



.....
Инвестиционные (капитальные) ценные бумаги — это ценные бумаги, являющиеся объектом для вложения капитала (акции, облигации, фьючерсные контракты и др.).



.....
Неинвестиционные ценные бумаги — это ценные бумаги, которые обслуживают денежные расчеты на товарных или других рынках (векселя, чеки, коносаменты).

Владение ценной бумагой может быть именовое или на предъявителя.

Предъявительская ценная бумага не фиксирует имя ее владельца, и ее обращение осуществляется путем простой передачи от одного лица к другому. Именная ценная бумага содержит имя ее владельца и, кроме того, регистрируется в специальном реестре.

Если именная ценная бумага передается другому лицу путем совершения на ней передаточной надписи (индоссамента), то она называется ордерной ценной бумагой.



.....
Государственные ценные бумаги — это обычно различного вида облигации. *Негосударственные ценные бумаги* — это ценные бумаги, которые выпускаются в обращение корпорациями (компаниями, банками, организациями) и даже частными лицами.

Основные виды ценных бумаг являются рыночными, т. е. могут свободно продаваться и покупаться на рынке. Но в ряде случаев обращение ценных бумаг может быть ограничено, и ценную бумагу можно продать только тому, кто ее выпустил, и то через оговоренный срок. Такие бумаги являются нерыночными.

С точки зрения доходности ценные бумаги, как правило, являются доходными, но могут быть и бездоходными, когда при выпуске ценной бумаги не оговаривается размер дохода ее владельца.

Деление ценных бумаг на долговые и владельческие долевые в своей основе отражает два возможных способа использования денежных средств: для приобретения какого-либо актива либо в собственность, либо во временное пользование. Если ценные бумаги выпускаются на ограниченный срок с последующим возвратом вложенных денежных сумм, то они являются долговыми бумагами. Это облигации, банковские сертификаты, векселя и др. Владельческие ценные бумаги дают право собственности на соответствующие активы. Это акции, варранты, коносаменты и др.

По уровню риска виды ценных бумаг располагаются исходя из принципа: чем выше доходность, тем выше риск, и чем выше гарантированность ценной бумаги, тем ниже риск.

Эмиссионные ценные бумаги выпускаются обычно крупными сериями, в больших количествах, и внутри каждой серии все ценные бумаги абсолютно идентичны. Это обычно акции и облигации. Неэмиссионные ценные бумаги выпускаются поштучно или небольшими сериями.

1.2.4 Основные виды ценных бумаг

Рассмотрим основные виды ценных бумаг.

Акции

В Законе «О рынке ценных бумаг» дается следующее определение:



.....
«Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее держателя (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении и на часть имущества, остающегося после его ликвидации».

Акция может быть выпущена как в документарной (бумажной, материальной), так и в бездокументарной форме — в виде соответствующих записей на счетах. При документарной форме выпуска акций возможна замена акции сертификатом, который представляет собой свидетельство о владении названным в нем лицом определенным количеством акций.

При полной оплате акций акционер получает один сертификат на все количество приобретенных им акций. Сертификат акций должен содержать реквизиты, характерные для акции, а также указание количества акций, принадлежащих владельцу (акционеру).

Выпускать в обращение акции имеют право предприятия, созданные в форме акционерных обществ. Особенностью акционерных обществ является то, что их уставный капитал разделен на части и одна акция соответствует одной части уставного капитала. Количество акций, которыми владеет инвестор, характеризует его вклад в уставный капитал и показывает его долю в имуществе фирмы. Приобретая акции, инвестор становится совладельцем предприятия, разделяет с ним успехи роста и несет риски в случае неудовлетворительной работы компании.

Держателей (акционеров) можно разделить:

- на физических (частных, индивидуальных);
- коллективных (институциональных);
- корпоративных.

Акции обладают следующими свойствами:

- акция — это титул собственности, т. е. держатель акции является совладельцем акционерного общества с вытекающими из этого правами;
- акция не имеет срока существования, т. е. права держателя акции сохраняются до тех пор, пока существует акционерное общество;
- для нее характерна ограниченная ответственность, т. к. акционер не отвечает по обязательствам акционерного общества. Поэтому при банкротстве инвестор не потеряет больше того, что вложил в акцию;
- для акции характерна неделимость, т. е. совместное владение акциями не связано с делением прав между собственниками, все они вместе выступают как одно лицо;
- акции могут расщепляться и консолидироваться. При расщеплении одна акция превращается в несколько. Эмитент может использовать это свойство акций для уменьшения предложения акций данного вида. Величина уставного капитала при расщеплении не изменяется.

При консолидации число акций уменьшается, что может привести к росту их рыночной цены. Номинальная стоимость акций возрастает, а размер уставного капитала остается прежним. Владельцы акций также получают взамен изымаемых новых сертификаты, в которых будет указано меньшее число новых акций.

Акции широко использовались не только при создании, но и при реорганизации акционерных обществ, а также при их слиянии (*merger*) и поглощении (*take over*). Если учредители хотели увеличить уставный капитал, то они могли выпустить новую серию акций. При уменьшении уставного капитала, наоборот, акции выкупались у прежних владельцев.

Иногда по желанию учредителей акции дробились (stock split), т. е. одна акция превращалась, например, в две (их номинал также уменьшался в два раза), или, наоборот, консолидировались (reverse stock split). Эти операции производились, в основном, для упрощения расчётов между акционерами.

Между компанией и инвесторами складываются различные юридические и имущественные взаимоотношения. При покупке акций инвестор становится акционером, т. е. одним из совладельцев компании и получает определенные права на управление компанией.

Выплата дивидендов по акциям не является жесткой обязанностью компании, так как решение о начислении дивидендов ежегодно принимает общее собрание акционеров, которое может отказаться от дивидендов в пользу инвестирования средств в определенные проекты, обеспечивающие развитие компании.

Кроме того, при ликвидации предприятия первоначально рассчитываются со всеми кредиторами, в том числе и с владельцами облигаций, а потом оставшаяся часть имущества распределяется между акционерами.

За счет эмиссии акций формируется уставный капитал компании. При учреждении акционерного общества определяется величина уставного капитала, количество выпускаемых акций и их номинальная стоимость. В нашей стране законодательство определяет уставный капитал акционерного общества как сумму номинальных стоимостей размещенных акций, т. е. акций, приобретенных акционерами. Учитывая, что в акционерном обществе все обыкновенные акции должны иметь одинаковый номинал, а привилегированные акции могут выпускаться различных номиналов, уставный капитал (УК) определяется следующим образом:

$$\text{УК} = H_0 \times N_0 + \sum H_i \times N_i, \quad (1.1)$$

где H_0 — номинал обыкновенных акций; N_0 — число размещенных обыкновенных акций; H_i — номинал i -го типа привилегированных акций; N_i — число размещенных привилегированных акций i -го типа.

Акции являются титулами собственности и дают их владельцам права, связанные с управлением собственностью. Акционер имеет право на участие в управлении акционерным обществом. Это право акционеры реализуют через систему голосования на собрании акционеров, где принимаются важнейшие решения по развитию компании, формированию органов управления, начислению дивидендов и др. Владельцы акций имеют право на получение части прибыли в виде дивидендов на основании решения общего собрания акционеров [2].

Получая право на управление компанией, акционеры одновременно берут на себя и ответственность за результаты ее деятельности. Это проявляется в том, что размер выплат акционерам определяется конечными результатами деятельности акционерного общества.

Во-первых, дивиденды выплачиваются за счет чистой прибыли компании, т. е. предприятие, получив средства от реализации продукции, должно покрыть все свои затраты, включая и выплаты процентов по облигациям, заплатить налоги и только после этого выплачивать дивиденды. Таким образом, размер оставшейся прибыли во многом определяет величину дивидендов.

Во-вторых, при ликвидации компании продаются все ее активы (здания, машины, оборудование и др.), а полученные средства направляются на выплаты кре-

дителям и акционерам. При этом первоначально рассчитываются со всеми кредиторами, акционеры получают только ту часть имущества, которая осталась после удовлетворения требований кредиторов.

В акционерном обществе могут выпускаться различные виды и типы акций:

- обыкновенные (common, ordinary stocks — по терминологии, принятой в США, ordinary shares — по терминологии, принятой в Великобритании);
- привилегированные (preference stocks — США, preference shares — Великобритания).

Владельцы обыкновенных акций имеют следующие права и преимущества:

- 1) право на участие в управлении АО через голосование на собраниях акционеров;
- 2) право на получение дивиденда. Размер годовых дивидендов по обыкновенным акциям определяет Совет директоров (наблюдательный совет) АО, который выносит этот вопрос на общее собрание акционеров;
- 3) возможность быстро нарастить вложенный капитал, увеличение которого идет за счет двух факторов: во-первых, за счет начисления дивидендов, во-вторых, за счет роста курсовой стоимости акций;
- 4) возможность достаточно легко продать или купить акции, так как обыкновенные акции по сравнению с привилегированными обладают более высокой рыночностью. Это обусловлено тем, что по количеству обыкновенных акций выпускается значительно больше, чем привилегированных. Соответственно, обыкновенных акций обращается на рынке больше и их легче продать или купить;
- 5) право на получение части имущества АО при его ликвидации, но после удовлетворения требований кредиторов и владельцев привилегированных акций.

Одна из главных особенностей обыкновенной акции как носителя права собственности заключается в том, что акционер в большинстве случаев не может потребовать у АО вернуть ему внесенную сумму.

Именно это позволяет АО свободно распоряжаться своим капиталом, не опасаясь, что часть его придется вернуть акционерам по их запросу.

Обыкновенная акция — это бессрочная ценная бумага, она не выпускается на какой-то оговоренный период. Жизнь акции прекращается лишь с прекращением существования АО.

Важнейшее свойство обыкновенных акций — это право голоса при принятии решений на собраниях акционеров. По российскому законодательству обыкновенная акция предоставляет каждому акционеру одинаковый объем прав, в том числе и право голоса.

Выпуская привилегированные акции, компания преследует цель привлечения дополнительного капитала, который в учете отражается как собственный капитал. Привилегированные акции в соответствии с российским законодательством наряду с обыкновенными акциями образуют уставный капитал акционерного общества. Особенностью привилегированных акций является то, что эти ценные бумаги одновременно имеют черты, присущие и облигациям, и акциям.

Владелец привилегированных акций, так же как и держатель облигаций, имеет право на приоритетное получение дохода по сравнению с лицами, обладающими обыкновенными акциями. Порядок выплаты дивидендов по привилегированным акциям определяется уставом фирмы и предусматривает определенные гарантии в получении дохода, что делает привилегированную акцию похожей на облигацию. Кроме того, владельцы привилегированных акций, как правило, не имеют голоса на собрании акционеров. И в этом тоже проявляется сходство данного типа акций с облигациями.

Несмотря на отдельное сходство с облигациями, привилегированные акции имеют принципиальные отличия от них. Владелец привилегированной акции — это совладелец предприятия, в то время как собственник облигации — это кредитор.

В то же время привилегированная акция — это долевая ценная бумага. Владельцы привилегированных акций, имеют свою долю в уставном капитале, обладают правом участия в общем собрании акционеров, получают долю имущества при ликвидации фирмы пропорционально имеющимся у них акциям и др. В обмен на большие гарантии в получении дивидендов владельцы привилегированных акций, как правило, не имеют права голоса на собрании акционеров.

Имущественные интересы владельцев привилегированных акций защищены в большей степени, чем владельцев обыкновенных акций. Во-первых, в уставе должен быть определен размер дивиденда по привилегированным акциям. Однако дивиденды не гарантированы, так как решение о начислении дивидендов принимает общее собрание акционеров.

По российскому законодательству, компания не вправе принимать решения о выплате дивидендов по обыкновенным акциям, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов по всем типам привилегированных акций.

Во-вторых, в уставе акционерного общества указывается ликвидационная стоимость привилегированных акций, т. е. сумма, которую получают их владельцы при ликвидации компании. Если предприятие будет ликвидироваться, то после удовлетворения требований всех кредиторов производятся выплаты владельцам привилегированных акций, а затем рассчитываются с собственниками обыкновенных акций.

Акционерное общество имеет право выпускать несколько типов привилегированных акций, которые могут различаться номинальной стоимостью, доходностью, сроками выплаты дивидендов и др. Если эмитируются различные типы привилегированных акций, то в учредительных документах должна быть установлена очередность выплаты дивидендов по каждому виду акций и оговорены права владельцев каждого типа акций.

Привилегированные акции, как правило, не дают права голоса на собрании акционеров, за исключением принципиальных вопросов, которые выносятся на общее собрание акционеров: ликвидация и реорганизация акционерного общества.

Кроме того, право голоса получают владельцы привилегированных акций определенного типа, если на собрании рассматривается вопрос об ограничении их прав.

Существенным фактором, побуждающим компанию в ряде случаев отдавать предпочтение эмиссии привилегированных акций, является стремление поддерживать на приемлемом уровне соотношение между заемным и собственным капиталом, не увеличивая при этом числа акционеров, обладающих правом голоса по всем

вопросам повестки дня на собрании акционеров. Законом предусмотрено, что держатели привилегированных акций не голосуют до тех пор, пока им выплачивают дивиденды.

Российское законодательство ограничивает предельное число привилегированных акций, которое может выпустить акционерное общество.

Доля привилегированных акций по их номинальной стоимости не может превышать 25% уставного капитала.



Пример 1.1

Несколько предпринимателей решают создать акционерное общество с целью организации сталеплавильного производства. Предполагаемый размер уставного фонда вновь образуемого предприятия – 30000 рублей. Первый учредитель внёс в общее дело 5000 рублей, второй – 8000 рублей, третий – 9000 рублей. Уставный фонд был поделён на 3000 акций. Определить:

- 1) номинальную стоимость одной акции;
- 2) количество акций, которое нужно было продать сторонним покупателям, чтобы полностью сформировать уставный фонд.

Решение:

Номинальная стоимость акции равна:

30 000 рублей / 3 000 акций = 10 рублей.

Учредителям удалось собрать:

5 000 + 8 000 + 9 000 = 22 000 рублей.

Таким образом, необходимо «добрать» еще:

30 000 – 22 000 = 8 000 рублей.

Номинал одной акции – 10 рублей, следовательно, сторонним покупателям необходимо продать ещё:

8 000 / 10 = 800 акций.

Оценка акций

Для принятия инвестиционных решений в процессе анализа рынка ценных бумаг используются различные стоимостные оценки акций. В практической деятельности различают следующие виды стоимостных оценок акций:

- номинальная стоимость;
- эмиссионная стоимость (цена размещения);
- рыночная (курсовая) стоимость;
- бухгалтерская (балансовая, книжная стоимость);
- ликвидационная стоимость привилегированных акций.



.....

Номинал акции — это то, что указано на ее лицевой стороне, поэтому иногда эту стоимость называют лицевой, или нарицательной. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций общества должна быть одинаковой и обеспечивать всем держателям акций этого общества равный объем прав.

.....

По Федеральному закону РФ «Об акционерных обществах» уставной капитал общества составляется из номинальной стоимости акций общества, приобретенных акционерами, иначе говоря, равен сумме номиналов акций в обращении.



.....

Цена, по которой реализуются акции нового выпуска, называется ценой размещения (эмиссионной ценой).

.....

По российскому законодательству размещение акций должно осуществляться по рыночной цене, которая может быть выше номинальной стоимости.



.....

Рыночная (курсовая) цена — это цена, по которой акция продается и покупается на вторичном рынке.

.....

Рыночная цена обычно устанавливается на торгах на фондовой бирже и отражает действительную цену акции при условии большого объема сделок. *Биржевой курс* как результат биржевой котировки определяется равновесным соотношением спроса и предложения. Цену предложения устанавливает продавец, цену спроса — покупатель.

Котировка предполагает наличие двух цен:

- 1) цена приобретения, по которой покупатель выражает желание приобрести акцию, или цена спроса (bid price) — цена бид;
- 2) цена предложения, по которой владелец или эмитент акции желает ее продать (offer price) — оферта.

Как правило, между ними находится цена исполнения сделки, т. е. цена реальной продажи акций, называемая курсовой (рыночной) ценой.

Рыночная стоимость акций является основой для исчисления капитализации компаний, которая определяется умножением числа акций, находящихся в обращении, на их рыночную стоимость. В настоящее время показатель капитализации является основным измерителем ценности компании на рынке. Мировые аналитические агентства ежегодно публикуют списки крупнейших компаний мира по уровню капитализации.

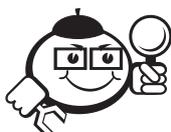
Ликвидационная стоимость показывает величину денежных средств в расчете на одну акцию, которую получит владелец привилегированных акций в случае ликвидации компании. В соответствии с российским законодательством в уставе АО должна быть указана ликвидационная стоимость привилегированной акции или дана методика определения этой стоимости. По обыкновенным акциям ликви-

дационная стоимость не указывается. Владельцы обыкновенных акций получают остаточную стоимость компании после расчетов с кредиторами и владельцами привилегированных акций.

Бухгалтерская (балансовая) стоимость акций рассчитывается по формуле:

$$S_{\text{бал}} = \frac{S_{\text{ча}} - S_{\text{л}}}{N_{\text{оа}}}, \quad (1.2)$$

где $S_{\text{бал}}$ — балансовая стоимость обыкновенной акции; $S_{\text{ча}}$ — стоимость чистых активов компании; $S_{\text{л}}$ — ликвидационная стоимость привилегированных акций; $N_{\text{оа}}$ — число размещенных обыкновенных акций.



Пример 1.2

С момента создания акционерного общества прошло два года. Дела у предпринимателей идут хорошо. Активы компании оцениваются в 60000 рублей. По итогам года решено было направить на выплату дивидендов 4500 рублей из прибыли. Определить:

- 1) балансовую стоимость одной акции;
- 2) величину дивиденда, приходящуюся на одну акцию.

Решение:

Балансовая стоимость акции равна:

60 000 рублей / 3 000 акций = 20 рублей.

Величина дивиденда, приходящегося на одну акцию, равна:

4 500 / 3 000 акций = 1,5 кроны.

Чистые активы представляют собой стоимостную оценку всего имущества предприятия за вычетом обязательств, которые имеет предприятие перед кредиторами. Если предприятие погасит все свои долги (перед бюджетом, рабочими, банками и др.), то оставшаяся часть имущества и представляет собой чистые активы, которые могут быть распределены между акционерами. Однако сначала рассчитаются с привилегированными акционерами, выплатив им ликвидационную стоимость акций, а оставшаяся часть будет распределена между владельцами обыкновенных акций.

Определенный интерес представляет рассмотрение соотношения между бухгалтерской и рыночной стоимостью обыкновенных акций. Во-первых, в балансе не находит отражения целый ряд важнейших параметров деятельности предприятия, в частности квалификация рабочих и управляющих.

Во-вторых, инвесторы готовы переплачивать за акции по сравнению с их бухгалтерской стоимостью за то, что они покупают акции работающего предприятия.

В-третьих, приобретая акции, инвесторы ожидают получить на них соответствующую прибыль в будущем. В связи с тем, что эффективно работающее предприятие способно генерировать прибыль, инвесторы ожидают будущих денежных потоков и готовы покупать акции этих прибыльных компаний.

Доходность акций

Инвестиции в акции являются разновидностью финансовых инвестиций, т. е. вложением денег в финансовые активы с целью получения дохода. Доходными считаются вложения в акции, которые способны обеспечить доход выше среднего рыночного.

К основным факторам, влияющим на доходность акций, можно отнести:

- размер дивидендных выплат;
- колебания рыночных цен;
- уровень инфляции;
- налоговый климат.

На отечественном рынке достаточно трудно определить доходность по факторам производства, а затем курсовую цену, исходя из полученной прибыли и выплаченного дивиденда.

Текущая доходность характеризуется размером годовых дивидендных выплат, отнесенных к цене акции.

Дивидендная доходность является одним из показателей, характеризующих финансовые результаты деятельности компании, который учитывают инвесторы при принятии решения о покупке акций.

Но получаемые дивиденды — это только часть дохода от владения акциями, причем зачастую не самая большая. Большую часть дохода составляет прирост курсовой стоимости акций.

За акциями стоят реальные активы фирмы, что отражается на их рыночной цене. В случае успешного развития предприятия увеличиваются его активы и растет стоимость акций. Поэтому инвестор, вкладывая свои средства в акции, рассчитывает не столько на получение текущего дохода, сколько на получение совокупного дохода, учитывающего рост курсовой стоимости акций.

Полная доходность характеризуется размером выплачиваемых дивидендов и приростом цены акций по отношению к вложенному капиталу. Полную годовую доходность можно определить по формуле:

$$r_n = \frac{d_1 - (P_1 - P_0)}{P_0}, \quad (1.3)$$

где P_0 — средняя цена акции; P_1 — ожидаемая цена акции за год; d_1 — дивиденды; r_n — годовая доходность.

При определении доходности по акциям необходимо различать номинальную и реальную доходность. Номинальная доходность определяется на основе реально полученного дохода за счет дивидендных выплат и прироста курсовой стоимости акций. При расчете номинальной доходности не учитывается инфляционная составляющая. Поэтому, чтобы определить действительную доходность, рассчитывают реальную доходность по акциям как разницу между номинальной доходностью и темпами инфляции.

Стоимость акций

Принимая решение о целесообразности приобретения акций той или иной компании, инвестор должен определить для себя приемлемую цену акций, которую он готов заплатить за ценные бумаги. Большинство методов определения цены акций базируется на ожидаемых денежных потоках по акции, которые приводятся к текущему моменту времени. Для определения текущей цены акций инвестор должен сделать прогноз будущей стоимости акций и ожидаемых дивидендов.

В общем виде формулу расчета стоимости акций в настоящий момент можно представить так:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}, \quad (1.4)$$

где d_t — дивиденды в t -том году; P_n — цена акции в году n ; r — ставка дисконтирования; $t = 1, 2, \dots, n$ — порядковый номер года.

Облигации



.....

Облигация — это долговая эмиссионная ценная бумага, отражающая отношения займа между инвестором и эмитентом. **Инвесторы**, приобретающие облигации, являются кредиторами. **Эмитенты** — это предприятия, банки, органы государственного управления, выпускающие облигации, — являются заемщиками.

.....



.....

Согласно Гражданскому кодексу РФ **облигация** — ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента (ст. 816, часть II). Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

.....



Выводы

.....

Таким образом, **облигация** — это долговое свидетельство, которое непременно включает два главных элемента:

- 1) обязательство эмитента вернуть держателю облигации по истечении оговоренного срока сумму, указанную на титуле (лицевой стороне) облигации;
 - 2) обязательство эмитента выплачивать держателю облигации фиксированный доход в виде процента от номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.
-

Облигации выступают главным инструментом мобилизации средств правительствами, различными государственными органами и муниципалитетами. К организации и размещению облигационных займов прибегают и компании, когда у них возникает потребность в дополнительных финансовых средствах.

Выпуск облигаций содержит ряд привлекательных черт для компании-эмитента: посредством их размещения хозяйственная организация может мобилизовать дополнительные ресурсы без угрозы вмешательства их держателей-кредиторов в управление финансово-хозяйственной деятельностью заемщика. Поскольку облигационный займ выражает отношения по поводу возвратного движения ссуженной стоимости, то он по своей сути и назначению схож с банковской ссудой. В этой связи следует заметить, что право на эмиссию облигаций может быть предоставлено только компаниям, отвечающим требованиям кредитоспособности.

Исходя из того, что при выпуске облигаций возникают отношения займа, можно выделить следующие фундаментальные свойства облигаций:

- 1) наличие конечного срока действия облигации. При выпуске облигаций эмитент в проспекте эмиссии указывает срок погашения облигации, при наступлении которого предприятие выкупает свои облигации у инвесторов, выплачивая им номинальную стоимость облигации;
- 2) владельцы облигаций, как кредиторы, имеют приоритет в получении дохода. При выпуске облигаций эмитент определяет величину и периодичность выплат дохода. Размер дохода устанавливается в процентах от номинальной стоимости облигации и показывает годовую доходность. Приоритет владельцев облигаций во-первых, в том, что выплаты в пределах установленного норматива являются частью издержек предприятия и включаются в себестоимость. По облигациям эмитент даже при отсутствии прибыли обязан выплачивать доход. Во-вторых, выплаты по облигациям являются обязанностью эмитента, которую он принял на себя, выпустив облигации в обращение. По облигациям выплата процентов является обязательной;
- 3) наличие у владельцев облигаций права на первоочередное удовлетворение их требований по сравнению с акционерами при ликвидации предприятия. Если у предприятия не хватает средств на расчетном счете для удовлетворения всех требований кредиторов, то продаются активы компании (здания, машины, оборудование и т. п.). За счет вырученных средств компания гасит свои обязательства.



Выводы

Исходя из описанных выше свойств можно сказать, что облигация является «старшей ценной бумагой» по отношению к акции, т. е. она более надежна как с точки зрения получения текущего дохода в виде периодических выплат, так и получения основной суммы долга в виде номинальной стоимости.

К приобретению облигаций прибегают, как правило, осторожные инвесторы, не стремящиеся к сверхвысоким доходам, которые можно получить от прироста

курсовой стоимости акций, приобретая облигации, они отдают предпочтение надежности по отношению к доходности.

Фирмы прибегают к эмиссии облигаций для того, чтобы получить заемный капитал. В отличие от банковского кредита облигационные займы обеспечивают привлечение кредитных ресурсов на более длительные сроки. В индустриально развитых странах обычным является выпуск облигации со сроком обращения 10–15 лет.

Следует учитывать также, что, эмитируя облигации, фирма не увеличивает свой уставный капитал. У фирмы не появляются новые совладельцы в лице акционеров. Инвесторы, приобретшие облигации, не являются акционерами и, следовательно, не участвуют в управлении предприятием.

Для привлечения капитала зарубежных инвесторов предприятия выходят на международные рынки облигаций. На мировых рынках обращаются различные типы облигаций. В основном среди них можно выделить две группы: иностранные и еврооблигации.



.....
Иностранная облигация — это облигация, выпущенная зарубежной компанией на рынке другой страны в валюте этой страны.

Наиболее привлекательными для эмитентов являются рынки США, Великобритании и Японии, где сосредоточены колоссальные финансовые ресурсы. Если эмитент из другой страны хочет привлечь капитал на рынке США, то он выпускает облигации в долларах США, регистрирует проспект эмиссии в соответствии с американским законодательством и размещает облигации на американском рынке.



.....
Еврооблигации — это облигации, которые одновременно размещаются на рынках нескольких европейских стран.

Характерными признаками рынка еврооблигаций, отличающими его от других международных облигационных рынков, являются следующие:

- рынки не подвержены системам национального регулирования;
- отсутствуют ограничения по объемам заимствования;
- еврооблигации являются необеспеченными ценными бумагами;
- стоимость облигаций выражается в любой валюте по выбору эмитента.

При этом валюта необязательно является денежной единицей страны регистрации эмитента или страны размещения облигационного займа. Наибольшей популярностью пользуются четыре валюты, в частности валюты стран: США, Великобритании, Японии, а также облигации, номинированные в евро. На долю этих валют приходится более 70% от общего объема выпусков еврооблигаций.

Отличительной чертой рынка еврооблигаций является то, что в качестве эмитентов выступают надежные заемщики, чьи репутация и кредитоспособность не вызывают сомнений.

Стоимость облигаций

Осуществляя выпуск облигаций, компания должна определить, по какой цене она сможет их реализовать. По сути дела, цена продажи облигаций определяет объем средств, которые могут быть привлечены для целей развития компании.

В общем виде текущую цену облигации можно представить как стоимость ожидаемого денежного потока, приведенного к текущему моменту времени. Денежный поток состоит из двух компонентов: купонных выплат и номинала облигации, выплачиваемого при ее погашении.

Цена облигации определяется по формуле:

$$P_{\text{обл}} = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{H}{(1+r)^n}, \quad (1.5)$$

где C — сумма купонных выплат; r — доходность к погашению (ставка дисконтирования); H — номинальная стоимость облигации; n — число лет до погашения облигации.

Купонные выплаты могут производиться несколько раз в течение года (ежеквартально или по полугодиям). Если выплаты осуществляются несколько раз в году, то вышеприведенная формула несколько модифицируется и будет иметь следующий вид:

$$P_{\text{обл}} = \sum_{t=1}^n \frac{\frac{C}{m}}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{n \cdot m}} + \frac{H}{(1+r)^n}, \quad (1.6)$$

где m — количество купонных выплат в течение года.

После размещения облигации продаются на вторичном рынке. При этом их цены весьма подвижны, они претерпевают постоянные изменения. Рассмотрим основные факторы, влияющие на них.



Пример 1.3

Если предприятие выпускает 3-годовалую облигацию номинальной стоимостью 1000 р. с купонной ставкой 12%, по которой купонные выплаты производятся один раз в год и рыночная процентная ставка по аналогичным облигациям составляет 15% годовых, то предприятие может рассчитать цену продажи облигаций по формуле (1.5):

$$P_{\text{обл}} = \frac{120}{(1+0,15)} + \frac{120}{(1+0,15)^2} + \frac{120+1000}{(1+0,15)^3} = 931,5 \text{ руб.}$$

Во-первых, цена облигации во многом зависит от установленного при ее выпуске купонного дохода, рассчитанного в процентах к номинальной стоимости облигации, и сложившегося (ожидаемого) уровня доходности на финансовом рынке.

Зависимость цены облигации (P) от соотношения купонной ставки (C) и рыночной доходности (r) можно представить в виде следующих уравнений:

- если $C_k < r$, то $P < H$;
- если $C_k = r$, то $P = H$;
- если $C_k > r$, то $P > H$.

Во-вторых, цена облигации зависит от длительности периода до погашения. Если рыночная процентная ставка ниже купонного дохода, то облигация продается с премией, т. е. по цене выше номинальной стоимости. При сокращении сроков погашения снижается цена облигации, которая обеспечивает более высокий купонный доход, чем рыночная процентная ставка.

В-третьих, при превышении ставки ссудного процента (требуемой доходности) над уровнем процента, выплачиваемого по купону, цена облигации будет ниже номинала, и она будет тем ниже, чем больше срок до погашения облигации. При этом предполагается, что рыночная процентная ставка (требуемая доходность) в течение всего срока до погашения облигации остается без изменения.

В-четвертых, цена облигации с премией будет уменьшаться, а цена облигации с дисконтом будет возрастать тем быстрее, чем меньше срок, оставшийся до погашения.

В-пятых, на динамику цен облигаций существенное влияние оказывают изменения рыночных процентных ставок. При росте процентных ставок цена облигации снижается, а при понижении рыночного уровня доходности цены облигаций растут.

При этом выявляется следующая закономерность: при повышении рыночных процентных ставок цена облигации снизится на меньшую величину, чем соответствующее повышение цен при аналогичном снижении процентных ставок.

В-шестых, при определении стоимости облигаций необходимо учитывать финансовое состояние эмитента и его способность выполнить свои обязательства по текущим процентным выплатам и возврату основной суммы долга (номинальной стоимости облигаций).

На финансовых рынках процентные ставки не остаются постоянными, они меняются в зависимости от экономической ситуации. В благоприятных экономических условиях процентные ставки понижаются, при негативных экономических явлениях процентные ставки имеют тенденцию к росту. В связи с изменением процентных ставок соответственно меняются представления инвесторов о требуемой доходности, что существенно сказывается на цене облигаций. В этой связи можно говорить о том, что есть более чувствительные облигации, по которым цена изменяется существенно при повышении (понижении) ставки процента, и есть менее чувствительные облигации, которые в незначительной степени реагируют на такие изменения.

Исследования показали, что чувствительность (изменчивость) цены облигации определяется двумя факторами: сроком, оставшимся до погашения облигации, и величиной установленного купонного дохода. Общей закономерностью является то, что более чувствительными являются:

- долгосрочные облигации по сравнению с краткосрочными;
- облигации с низким купоном по сравнению с облигациями, имеющими высокий купон.

Доходность облигации

Инвесторы приобретают тот или иной финансовый инструмент в надежде получить купонный доход от вложенного капитала. Для этого рассчитываются показатели доходности. Доходность облигаций вычисляется на основе данных о денежных потоках (купонных платежах и суммы погашения), сроках их осуществления и цены облигации.

По бескупонным облигациям инвестор получает доход как разницу между номинальной стоимостью облигации и ценой покупки.

Если он сохранит облигацию до срока погашения, то компания выплатит ему номинальную стоимость облигации. Вычислить показатель доходности по бескупонным облигациям можно на основе формулы расчета ее стоимости. Ранее приведенная формула расчета цены бескупонной облигации имеет следующий вид:

$$P_{\text{обл}} = \frac{H}{(1+r)^n}. \quad (1.7)$$



Пример 1.4

Требуется определить цену бескупонной облигации номиналом 1000 р., которую выпускает предприятие со сроком обращения 182 дня. Рыночная процентная ставка по облигациям аналогичного типа составляет 15% годовых. При таких условиях цена облигации будет равна:

$$P_{\text{обл}} = \frac{1000}{1 + 0,15 \cdot \frac{182}{365}} = 930,24 \text{ руб.}$$

Если мы купим облигацию, дождемся срока погашения и получим номинальную стоимость облигации, то какова доходность вложений?

Для этого нам необходимо определить значение доходности к погашению из данной формулы:

$$r_n = \left[\sqrt[n]{\frac{H}{P}} - 1 \right] \times 100, \quad (1.8)$$

где r_n — доходность к погашению; H — номинальная стоимость облигации, руб.; P — цена облигации, руб.; t — количество дней от даты покупки до даты погашения облигации; 365 — количество дней в году.

Первый множитель $(H - P)/P$ показывает реальную доходность, которую получит инвестор за период владения облигацией. При помощи второго множителя $365/t$ фактически полученная доходность приводится к годовой размерности.

Рассчитанный таким образом показатель называют эффективной доходностью.

Приобретая бескупонную облигацию, инвестор не обязан держать ее до погашения. Если ему потребуются средства, то он может продать облигацию на вторичном рынке. В этом случае доходность его вложений за период владения облигацией определяется по формуле:

$$r_{\text{в}} = \frac{P_{\text{пр}} - P_{\text{п}}}{P_{\text{п}}} \times \frac{365}{t_{\text{вл}}} \times 100, \quad (1.9)$$

где $P_{\text{п}}$ – цена покупки облигации; $P_{\text{пр}}$ – цена продажи облигации; $t_{\text{вл}}$ – число дней от даты покупки до даты продажи.



Пример 1.5

Например, инвестор приобрел облигацию за 87% от номинала, а через 60 дней продал ее за 93%. Его доходность за период владения облигацией в расчете на год составила:

$$r_{\text{в}} = \frac{93 - 87}{87} \times \frac{365}{60} \times 100 = 41,9\%.$$

По купонным облигациям различают два показателя доходности: текущую (купонную) и полную. Текущая доходность определяется по формуле:

$$r_{\text{тек}} = \frac{C_{\text{год}}}{P_{\text{тек}}} \times 100, \quad (1.10)$$

где $C_{\text{год}}$ – годовая сумма купонных выплат; $P_{\text{тек}}$ – текущая рыночная цена облигаций.



Пример 1.6

Облигация на рынке котируется по цене 950 р. По облигации в течение года выплачивается по купону 100 р. Текущая доходность по данной облигации составляет:

$$r_{\text{тек}} = \frac{100}{950} \times 100 = 10,5\%.$$

Кроме того, на рынке облигаций рассчитывают полную доходность, т. е. доходность, которую получит инвестор, если сохранит облигацию до даты погашения. В связи с тем, что облигации на рынке котируются по цене, отличающейся от номинала, а при погашении облигации инвестор получает номинал, то полная доходность отличается от текущей.

В ряде случаев полную доходность определяют по упрощенной формуле. В этом случае рассчитанная доходность является ориентировочной. Расчет ориентировочной доходности осуществляется по формуле:

$$r_{\text{ор}} = \frac{\frac{H - P}{n} + C_{\text{год}}}{\frac{H + P}{2}} \times 100, \quad (1.11)$$

где H – номинальная стоимость облигации; P – цена облигации; n – число лет до погашения; $C_{\text{год}}$ – годовая сумма купонных выплат.

Векселя

Ещё одной ценной бумагой, без которой невозможно представить себе нормальное функционирование экономики, является вексель.



.....
***Вексель** — это ценная бумага, представляющая собой обязательство одной стороны заплатить некоторую сумму денег другой стороне по достижении определённой даты в будущем.*

Вексель является:

- 1) кредитной формой денег и средством платежа;
- 2) средством обеспечения сделок и кредитов;
- 3) ускорителем расчётов между субъектами производственно-хозяйственной деятельности и банками;
- 4) инструментом планирования и перераспределения денежных потоков во времени;
- 5) инструментом перевода денег из одной местности в другую;
- 6) инструментом расшивки неплатежей.

Основными характерными признаками векселя являются:

- безусловный характер денежного обязательства, т. е. принятое векселедателем на себя обязательство уплатить определённую сумму или приказ оплатить вексельную сумму третьему лицу не может быть ограничено никакими условиями;
- абстрактный характер обязательства, т. е. в тексте векселя не допускаются ссылки, на основании какой сделки он выдан;
- строго формализованная процедура заполнения данного документа, т. е. форма векселя должна содержать все необходимые реквизиты, так как отсутствие хотя бы одного из них делает вексель ничтожным;
- вексельная строгость, которая предусматривает особую процедуру взыскания вексельных долгов происходит намного быстрее и проще традиционных способов взимания задолженности;
- обращаемость векселя, которая предусматривает возможность многократной передачи векселя от одного лица к другому путем совершения передаточной надписи (индоссамента), что позволяет использовать вексель как средство расчетов вместо денег;
- денежная форма расчетов, т. е. предметом обязательства могут быть только денежные средства.

Виды векселей

В практической деятельности различают следующие виды векселей:

- *Товарный (коммерческий) вексель.* Данный вид векселя опосредует коммерческую сделку. При помощи товарного векселя предприятие-продавец

предоставляет покупателю коммерческий кредит, принимая от него в уплату товара вексель, подлежащий оплате в течение определенного периода времени. Коммерческий вексель выполняет две основные функции. Во-первых, это безусловное долговое обязательство, во-вторых, он выполняет функцию средства платежа, так как владелец векселя может им расплачиваться со своими поставщиками за товары, работы, услуги.

- *Финансовый вексель* — в основе данной ценной бумаги лежит финансовая операция, не связанная с совершением товарной сделки. Финансовый вексель опосредует финансовую сделку, связанную с получением кредита. Между кредитором и заемщиком не составляется кредитный договор, а заемщик продает инвестору вексель, привлекая тем самым финансовые ресурсы.

В России широкое распространение получили банковские векселя как разновидность финансовых векселей. При помощи данных векселей оформляются депозитные операции банков. Вексель удостоверяет, что предприятие внесло в банк указанную в векселе сумму, а банк обязуется в течение определенного срока этот вексель погасить с уплатой процентного дохода. Фактически вексель играет роль депозитного сертификата [2].

- *Дружеский вексель*. Эти векселя выдают друг другу лица на одинаковую сумму и на один и тот же срок. За дружескими векселями не стоит никакой реальной операции. Целью выпуска данных векселей является оказание помощи одному из участников вексельного обращения, испытывающему финансовые затруднения. Дружеские векселя имеют очень большую степень риска.
- *Бронзовый (дутый) вексель*. Этот вексель выпускается с целью совершения мошеннических операций. Бронзовый вексель не опосредует ни коммерческую сделку, ни финансовую операцию. Как правило, хотя бы одно лицо, участвующее в вексельном обращении, является вымышленным. Цель эмиссии бронзового векселя — получить в банке кредит под залог векселя или расплатиться векселем за товарные сделки или по финансовым обязательствам.

В России выпуск дружеских и бронзовых векселей запрещен. Все выпускаемые векселя делятся на две большие группы: простые и переводные.



.....
Простой вексель (соло-вексель) — это безусловное долговое обязательство должника (векселедателя) уплатить кредитору (векселедержателю) определенную сумму денежных средств в определенном месте и в установленные сроки или по приказу кредитора перечислить средства третьему лицу.

Отличительной чертой простого векселя является то, что должником всегда является лицо, выписавшее вексель, т. е. векселедатель. Держатель векселя может использовать его в расчетах со своими контрагентами, переводя свою задолженность на векселедателя.

Лицо, выписывающее простой вексель, называется векселедателем. Лицо, получающее простой вексель, называется векселедержателем.

На рис. 1.4 представлена схема движения простого векселя, обслуживающего коммерческую сделку.



.....
Переводной вексель (тратта) (bill of exchange) — это поручение (приказ) кредитора (векселедателя), обязывающее должника (трассату) оплатить обозначенную в векселе сумму в указанный срок третьему лицу (ремитенту).

Лицо, выписавшее переводной вексель, называется векселедателем или трассантом. Лицо, получающее переводной вексель, называется ремитентом. Лицо, которое платит по переводному векселю, называется трассатом.

Особенностью выпуска и обращения переводного векселя является то, что он не может служить простым средством платежа. Ремитент, получая вексель, не уверен, что указанный в нем трассат произведет оплату.

Поэтому первоначально необходимо убедиться, что должник согласен оплатить вексельную сумму. Для этого вексель направляется трассату для акцепта.

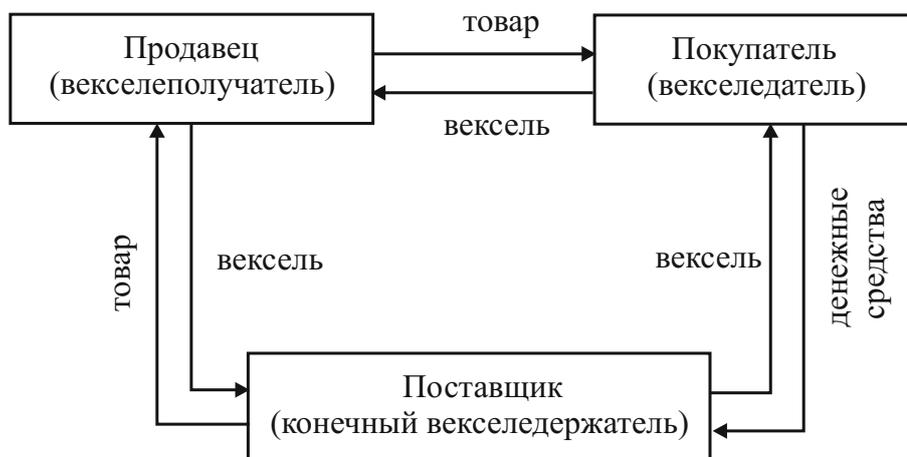


Рис. 1.4 – Схема движения простого векселя, обслуживающего коммерческую сделку

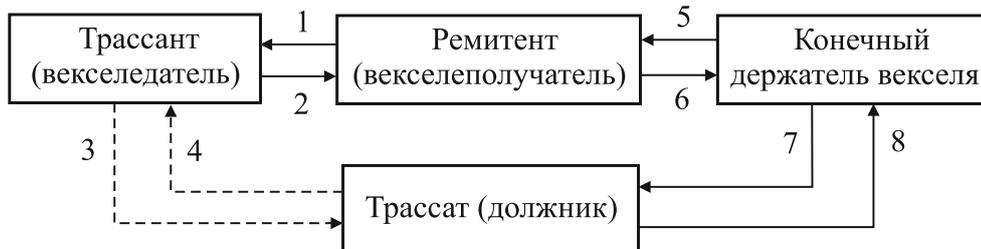


.....
Акцепт (acceptance) — это письменное согласие на выполнение обязательств по векселю.

Свое согласие трассат подтверждает надписью на лицевой стороне векселя. Следует отметить, что владелец векселя может передать его другому лицу и без акцепта плательщика. Однако неакцептованный вексель пользуется значительно меньшей популярностью по сравнению с векселями, по которым получен акцепт плательщика. Акцепт может быть полным или частичным. Полный акцепт означает, что трассат полностью выплатит указанную в векселе сумму в установленные

сроки. Частичный акцепт означает, что должник согласен выплатить только часть суммы. Следовательно, другая часть суммы платежа остается неакцептованной. Векселедержатель должен согласиться с частичным акцептом и направить протест против неакцептованной суммы. Таким образом, векселедержатель имеет право предъявить регрессивные требования ко всем обязанным по векселю лицам.

На рис. 1.5 представлена схема движения переводного векселя.



- | | |
|-------------------------------------|------------------------------------|
| 1, 5 – поставка товаров; | 6 – передача акцептованного |
| 2 – акцептованный вексель; | векселя за получаемый товар; |
| 3 – направление векселя на акцепт; | 7 – предъявление векселя к оплате; |
| 4 – возврат акцептованного векселя; | 8 – получение денежных средств. |

Рис. 1.5 – Укрупненная схема движения переводного векселя



Пример 1.7

Россия, XIX век. Трёхгорная мануфактура должна банку 6000 рублей. Купец из Москвы должен мануфактуре 10000 рублей. Директор мануфактуры выписывает переводной вексель (тратту) на имя банка, плательщиком по которому выступает купец (сумма, указанная в векселе, равна 6000 рублей). Определить:

- 1) Сколько купец из Москвы будет должен банку после того, как акцептует переводной вексель?
- 2) Сколько купец из Москвы будет должен Трёхгорной мануфактуре после того, как акцептует переводной вексель?

Решение:

После того, как купец из Москвы акцептует переводной вексель, он будет должен банку 6000 рублей, а мануфактуре: $10000 - 6000 = 4000$ рублей.



Пример 1.8

Италия, XIII в. Богатый торговец вином отправляется в Палестину. Он привозит в венецианский порт 5225 ливров серебром. Опасаясь за сохранность денег, он отдаёт их венецианскому банку, взамен получая переводной вексель на сумму 5180 ливров. Плательщиком является филиал банка в городе Яффа. Определить:

- 1) На сколько увеличится содержимое казны венецианского банка после этой операции?
- 2) В сокровищнице филиала венецианского банка в Яффе — 12800 серебряных ливров. Сколько денег там останется, после того, как филиал рассчитается с ремитентом?
- 3) Какова будет общая прибыль банка от проведения этой операции?

Решение:

Итак, венецианский банк выписал переводной вексель, получив взамен 5225 ливров серебром. Именно на эту сумму и увеличилось содержимое его казнохранилища. Однако когда торговец вином доберётся до Яффы, он предъявит к оплате тратту на 5180 ливров. Очевидно, что после того, как казначей филиала выплатит торговцу указанную в векселе сумму, в казне останется: $12800 - 5180 = 7620$ ливров.

А общая прибыль составит: $5225 - 5180 = 45$ ливров.

Специфика этой операции состоит в том, что содержимое казны банка в самой Венеции увеличивается, а в Яффе — уменьшается. Может показаться, что если провести ещё несколько таких операций, то средиземноморский филиал останется вообще без денег. Однако это не так: путешественники плывут туда и обратно. Главное в таких случаях, чтобы в казне было достаточно денег для расплаты с потенциальными ремитентами.

Производные ценные бумаги



Производные ценные бумаги или деривативы — это такие ценные бумаги, права и обязательства по которым связаны с ценными бумагами.

Производные ценные бумаги можно рассматривать также как документальное оформление разнообразных контрактов и договоров, связанных с «классическими» ценными бумагами, такими, как акция и облигация.

Как уже выше упоминалось, к производным ценным бумагам относятся:

- варранты;
- депозитарные расписки;
- стрипы;
- фьючерсы;
- опционы.



Варрант — это ценная бумага, дающая ее владельцу право приобрести в течение установленного периода времени определенное число обыкновенных акций по заранее фиксированной цене.

Возникновение варранта связано с ситуацией, когда акционерное общество предоставляет некоторым потенциальным акционерам определённые льготы: получив варрант, такой акционер переносит срок платежа. В дальнейшем, если цена акций подскочит выше цены исполнения варранта, его владелец может продать эту ценную бумагу, просто получив прибыль.

Возможны два варианта предоставления варрантов инвесторам:

- 1) бесплатно, когда варранты просто прилагаются к облигациям. В этом случае инвестор покупает облигацию по определенной цене, а к облигации прикладывается варрант;
- 2) за плату, когда инвестор, приобретая облигацию, одновременно оплачивает и покупку варранта. В этом случае инвестор сразу приобретает пакет, состоящий из облигаций и варрантов.

В момент выпуска варрантов их исполнительная цена превышает рыночную цену акций, которые можно приобрести на основании варрантов. Поэтому в течение какого-то периода времени владельцы варрантов их не используют, так как акции на рынке стоят дешевле. Если рыночная цена вырастет и превысит цену исполнения, то появляется экономический смысл использовать варрант и приобрести акции по цене исполнения. Таким образом, варрант представляет собой опцион «колл», дающий право приобрести акции в будущем. В связи с этим к ценообразованию варрантов можно подходить с позиции опционной теории. Варрант, как опцион, имеет низшую границу стоимости и верхнюю границу цены.

Цена варранта меняется одновременно с изменением цены акций. При этом величина прироста цены варранта обычно равна сумме изменения цены акций. Вследствие этого доходность операций с варрантами значительно выше, чем по акциям.

Операции с варрантами совершаются с целью:

- извлечения высокого дохода за счет эффекта рычага, который рассчитывается по формуле:

$$\mathcal{E}_p = \frac{P_a}{P_b}, \quad (1.12)$$

где P_a — рыночная цена обыкновенных акций; P_b — рыночная цена варранта;

- создания условий для приобретения в будущем акций по фиксированной цене;
- снижения риска при формировании контрольного пакета акций;
- получения дополнительного дохода за счет разницы в ценах акции и варранта и использования этих средств на финансовом рынке до момента приобретения дополнительных акций.



.....
Стрип — это ценная бумага, представляющая собой бескупонную облигацию, которая погашается за счёт процентных выплат по пакету государственных облигаций, находящихся в собственности компании, выпустившей стрипы.



.....
Фьючерс — это обязательство на поставку ценной бумаги в определённый срок в будущем.



.....
Опцион — это право на продажу или покупку ценной бумаги в определённый срок по фиксированной цене в обмен на премию.

Фьючерсы и опционы появились для страхования от ценовых рисков и как инструмент планирования, интегрированный в рыночную экономику. В настоящее время фьючерсы и опционы занимают ключевое положение в мире ценных бумаг.

Государственные ценные бумаги



.....
Государственные ценные бумаги (ГЦБ) — это форма существования государственного внутреннего долга. Это долговые ценные бумаги, эмитентом которых выступает государство.

Хотя по своей экономической сути все виды ГЦБ есть долговые ценные бумаги, на практике каждая самостоятельная ГЦБ получает свое собственное название, позволяющее отличить ее от других видов облигаций.



.....
 Обычно, кроме термина «облигация», используются термины «казначейский вексель», «сертификат», «займ» и др. Каждая страна использует свою терминологию для выпускаемых ГЦБ.

Выпуск в обращение ГЦБ может использоваться для решения следующих основных задач:

- 1) финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т. е. без дополнительного выпуска денег в обращение, в широком смысле, или в следующих случаях: когда расходы бюджета на определенную календарную дату превышают имеющиеся в его распоряжении средства на ту же дату (кассовый дефицит); когда поступления доходов за месяц или квартал оказываются меньше, чем средства, необходимые в этом же периоде для финансирования расходов бюджета (сезонный дефицит); когда по итогам года доходы бюджета меньше его расходов и этот дефицит не покрывается за счет поступлений в бюджет в следующем году (годовой дефицит);
- 2) финансирование целевых государственных программ в области жилищного строительства, инфраструктуры, социального обеспечения и т. п.;

- 3) регулирование экономической активности: денежной массы в обращении, воздействие на цены, инфляцию, на расходы и направления инвестирования, экономический рост, платежный баланс и т. д.

Ценные бумаги государства имеют, как правило, два очень крупных преимущества перед любыми другими ценными бумагами и активами.

Во-первых, это самый высокий относительный уровень надежности для вложенных средств и соответственно минимальный риск потери основного капитала и доходов по нему. Во-вторых, наиболее льготное налогообложение по сравнению с другими ценными бумагами или направлениями вложений капитала. Часто отсутствуют налоги на операции с ГЦБ и на получаемые доходы.

Размещение ГЦБ обычно осуществляется:

- 1) через центральные банки или министерства финансов. В зависимости от вида выпускаемых облигаций основными инвесторами являются: население, пенсионные и страховые компании и фонды, банки, инвестиционные компании и фонды;
- 2) в бумажной (бланковой) или безбумажной формах (в виде записей на счетах в уполномоченных депозитариях). Имеется четкая тенденция к увеличению выпуска ГЦБ в безбумажной форме;
- 3) разнообразными методами: аукционные торги, открытая продажа всем желающим по установленным ценам, закрытое распространение среди определенного круга инвесторов и т. д.

1.3 Введение в валютный рынок

1.3.1 Основные термины и определения



.....
Международный валютный рынок (FOREIGN EXchange market — FOREX) представляет собой систему экономических отношений по поводу купли-продажи иностранной валюты, согласованию интересов покупателей и продавцов валюты, установлению валютного курса под воздействием спроса и предложения.

Предпосылками формирования и дальнейшего развития валютного рынка послужили:

- углубление международных экономических связей;
- усиление концентрации и централизации банковского капитала;
- развитие межбанковских корреспондентских отношений;
- создание мировой валютной системы;
- широкое распространение системы кредитования для проведения международных расчетов;
- отмена валютных ограничений во многих странах.

Необходимость валютно-обменных операций вызвана отсутствием единого платежного средства, которое можно было бы использовать в качестве международного средства обращения при расчетах во внешней торговле, по услугам, кредитам, инвестициям, межгосударственным платежам и др. Основой для проведения валютных операций является международная торговля и связанные с ней услуги, а также международное движение капитала и кредитов.

С организационной точки зрения международный валютный рынок выступает как совокупность современных информационно-компьютерных технологий, позволяющих бесперебойно осуществлять валютные операции на национальном, региональном и международном уровнях [3].

Основными функциями международного валютного рынка являются:

- осуществление международных расчетов;
- обеспечение взаимосвязи мировых валютных и кредитных рынков;
- регулирование валютных курсов;
- получение прибыли участниками рынка;
- проведение валютной политики, направленной на регулирование валютных отношений.

Основными участниками мирового валютного рынка являются банки, брокеры и брокерские фирмы, валютные биржи, международные валютно-кредитные и финансовые организации. Условно участников можно разделить на три группы по ряду признаков (экономическим функциям, степени важности проводимых операций и возможностям работы с клиентами) [4].

Участники первой группы осуществляют операции как в собственных целях, так и в интересах клиентов. При этом участники могут работать на рынке, вступая в прямой контакт друг с другом либо действуя через посредников. К этой группе относятся центральные банки, различные коммерческие банки, валютные биржи и специализированные валютные фонды (например, Международный валютный фонд).

Центральные банки. Их роль на современных валютных рынках чрезвычайно важна, ибо они занимают стратегическое положение на них и оказывают на валютные отношения значительное влияние. Главная задача ЦБ — это осуществление валютной политики правительства страны, определяемой политической и экономической ситуацией в стране и на мировой арене.

Коммерческие банки. Проводят основной объем валютных операций, как конверсионных, так и депозитно-кредитных. Помимо удовлетворения заявок клиентов банки могут проводить операции и самостоятельно, за счет собственных средств. На мировых валютных рынках наибольшее влияние оказывают крупные международные банки, ежедневный объем которых достигает миллиарда долларов. К таким банкам относятся:

- Deutsche Bank,
- Barclays Bank,
- Union Bank of Switzerland,
- Citibank,

- Chase Manhattan Bank,
- Standard Chartered Bank и др.

Их основным отличием являются крупные объемы сделок, которые могут привести к изменениям валютных курсов.

В ряде стран функционируют валютные биржи, в функции которых входит осуществление обмена валют для юридических лиц, мобилизация свободных денежных ресурсов и формирование валютного курса. Благодаря развитию телекоммуникационных технологий большинство ведущих финансовых учреждений мира пользуется услугами бирж круглосуточно напрямую или через посредников. Наиболее крупными мировыми биржами являются Лондонская, Нью-йоркская и Токийская биржи.

В России крупнейшей валютной биржей страны является Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). С 1992 г. Центральный банк РФ устанавливает официальный курс российского рубля с учетом результатов валютных торгов на ММВБ. Электронная система торгов позволяет банкам заключать сделки по широкому спектру иностранных валют на этой бирже.

Вторая группа участников международного валютного рынка — это специализированные брокерские и дилерские организации. Помимо проведения собственных валютных операций, они осуществляют информационную и посредническую функции.

Третья группа участников включает финансовые небанковские учреждения, юридические и физические лица. Участники третьей группы не осуществляют операции с иностранными валютами лично, они пользуются услугами банков. Среди институтов небанковского характера на валютном рынке действуют страховые и пенсионные фонды, инвестиционные компании, хеджфонды.

Фирмы, осуществляющие внешнеторговые операции. Это компании, которые активно участвуют в международной торговле, предъявляют устойчивый спрос на иностранную валюту (в частности, импортеры), осуществляют предложение иностранной валюты (экспортеры), а также размещают и привлекают свободные денежные средства в краткосрочные депозиты, номинированные в разных валютах. При этом эти фирмы проводят конверсионные и депозитные операции на валютном рынке.

Частные лица получили возможность участвовать в операциях на валютном рынке благодаря внедрению во второй половине 80-х гг. XX в. маржинальной торговли (с использованием кредитного плеча). Они могут инвестировать свободные денежные средства на валютном рынке и получать доход, значительно превышающий проценты по банковским вкладам. Такую возможность физическим лицам предоставляют дилинговые центры. Доступность Интернета привела к бурному развитию интернет-трейдинга. Осуществление сделок с валютами производится посредством информационно-торгового терминала, предоставляемого дилинговыми центрами бесплатно. Как правило, дилинговые центры также предлагают различные обучающие курсы по теории и практике работы на рынке FOREX [5].

Межбанковский рынок иностранной валюты подразделяется на два основных сектора: биржевой и внебиржевой.

На биржевом секторе валютного рынка операции с иностранной валютой могут совершаться через валютную биржу или при операциях с производными финансо-

выми инструментами частично на товарных и фондовых биржах. Валютные биржи являются некоммерческими предприятиями, действующими на основании устава. Их основные функции заключаются не в получении высокой прибыли, а в мобилизации временно свободных средств через покупку-продажу иностранной валюты и установлении ее валютного курса. При этом сделки с иностранной валютой проводятся в строго определенное время биржевой сессии.

Биржевой валютный рынок имеет ряд достоинств: является наиболее дешевым источником иностранной валюты; обладает абсолютной ликвидностью, высокой степенью организации и контроля.

Биржевой рынок не только и не столько обеспечивает проведение валютообменных операций, сколько играет важную роль в формировании валютных курсов иностранных валют, что и составляет одно из основных отличий биржевого рынка от внебиржевого.

1.3.2 Характерные черты международного валютного рынка

Характерными чертами международного валютного рынка FOREX являются:

- ликвидность. Рынок оперирует огромными денежными массами и позволяет осуществлять открытие или закрытие позиции любого объема по цене, максимально приближенной к существующей на данный момент рыночной котировке. Ежедневный объем сделок на рынке Forex оценивается в 1–3 трлн долл. в день, что составляет от одного до трех годовых бюджетов США;
- доступность (возможность проводить валютные операции круглосуточно);
- гибкое регулирование системы организации торговли. На валютном рынке позиция может быть открыта на заранее установленный срок по желанию инвестора, что позволяет планировать по времени свою будущую деятельность;
- низкие издержки. Рынок FOREX не требует значительных комиссионных расходов, кроме естественной рыночной разницы между ценой покупки и ценой продажи, предоставляемой трейдеру банком;
- направленность рынка. Движение валют имеет вполне определенную направленность, которая отражает присущие конкретной валюте изменения в динамике, что позволяет инвестиционным менеджерам формировать соответствующую стратегию;
- интернационализация экономики и бизнеса. В течение последних десятилетий в деловом мире усилилась конкуренция за расширение рынков. Становление рыночной экономики в бывших социалистических странах и адекватное вовлечение их в систему валютных отношений способствовало росту валютной торговли, появлению новых видов валютных сделок и возрастанию объема сделок на международном валютном рынке;
- широкое использование телекоммуникаций и компьютерных технологий. Введение в действие дилинговых систем и интернет-трейдинга в конечном итоге видоизменили торговлю валютой. Благодаря удобству, оперативности

и безопасности дилинговых систем увеличивается объем валютной торговли. Прогрессивные технологии применяются для исполнения распоряжений клиентов, учета взаимных обязательств, предоставления рыночной информации в реальном времени, а также для взаимодействия с другими участниками валютного рынка. Новейшие программные продукты позволяют частным инвесторам проводить соответствующий анализ и делать прогноз динамики валютного курса;

- унифицированность техники валютных операций;
- использование различных валютных операций с целью страхования валютных и кредитных рисков.



Выводы

Таким образом, валютный рынок является наиболее полной формой рыночных отношений: эффективно обслуживает внутренний и международный платежные обороты; обеспечивает своевременное осуществление расчетов, рациональное и эффективное использование валютных средств, ускорение их оборачиваемости, управление ликвидностью в иностранной валюте, страхование обычных рынков от возможного изменения валютных курсов, получение участниками валютных операций прибыли в виде разницы курсов валют, проведение валютной политики, направленной на государственное регулирование экономики.

1.3.3 Валютный курс и его виды

Валютный курс играет весьма значимую роль в экономике любой страны и на международном уровне. Он воздействует на международную торговлю, инвестиционный процесс и денежно-кредитную политику.

Назначение валютного курса состоит в следующем:

- требуется для проведения обменных операций при торговле товарами, услугами, при движении кредитов и миграции капиталов;
- необходим для сравнения цен на мировых и национальных рынках, а также стоимостных показателей разных стран;
- служит индикатором внешней конкурентоспособности;
- сигнализирует о характере и мерах денежно-кредитной политики в стране.

Валютный курс отражает соотношение, как правило, пары валют, участвующих в сделке, например:

- 1) GBP/USD , где GBP/USD показывает, сколько долларов США нужно, чтобы приобрести 1 фунт стерлингов;
- 2) валютный курс USD/RUR означает цену одного доллара США, выраженного в рублях.

Фиксирование количества единиц национальной валюты за единицу иностранной валюты называется котировкой.

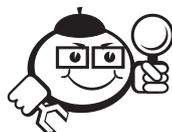
Котировка бывает прямой (американской) и обратной (европейской).

Прямая котировка предполагает фиксирование количества национальной валюты за единицу иностранной. Обратная котировка — это установление количества иностранной валюты за единицу национальной. Европейская, или обратная, котировка совпадает с обратной величиной прямой котировки. Например, 11 июля 2011 г. прямая (американская) котировка пары российский рубль/доллар составила: $RUR/USD = 0,036$; соответственно обратная (европейская) котировка составит $USD/RUR = 27,88$.

Национальную валюту называют основной, или базовой, поскольку через нее выражают цены валют. На межбанковском рынке европейские котировки традиционно используются для всех валютных курсов, за исключением английского фунта, австралийского и новозеландского доллара, чьи валютные курсы обычно отражаются в американских котировках.

Обычно значение котировки отображается с точностью до 4-х знаков после запятой (иногда 5 или 6), например 1 ЕВРО (EUR — единая европейская валюта) = 1,4144 доллара США (USD); 1 австралийский доллар (AUD) = 0,8962 швейцарских франков (CHF).

Для обмена валют, кроме прямой и обратной котировки, может использоваться и кросс-курс, когда две валюты сравниваются с третьей, а затем через нее — друг с другом.



Пример 1.9

Предположим:

- 1) $AUD/CHF = 0,8965$ (т. е. 1 AUD = 0,8965 CHF).
- 2) $AUD/USD = 1,0706$ (т. е. 1 AUD = 1,0706 USD).

Тогда кросс-курс USD к швейцарскому франку (CHF) равен: $0,8965/1,0706 = 0,8374$ (т. е. 1 USD = 0,8374 CHF).

Обмен валюты должен осуществляться в определенных пропорциях в соответствии с системой валютных курсов. Обычно курс покупателей валюты ниже курса продавцов. Разница этих курсов составляет прибыль банка.

Так, например, прямая котировка фунтов стерлингов составляет: 1 фунт стерлингов = 1,5976 — 1,5980 долларов США. Значит, курс покупателя составляет: 1 фунт стерлингов = 1,5976 долларов США, а курс продавца — 1 фунт стерлингов = 1,5980 долларов США. Тогда прибыль составит 0,0004, т. е. 4 пункта (points — это минимальное изменение котировки, начиная с последнего знака после запятой).



.....
 Эта прибыль (маржа) называется **СПРЭДОМ** — это разность между ценой покупки валюты (бид) и ценой продажи (аск) в один и тот же момент времени.

Как правило, спрэд направляется на покрытие банковских расходов и для страхования валютного риска. Дилер банка, предлагающий валюту или предъявляющий спрос на нее, связывается с другим банком. Дилер партнера сообщает курс продавца или покупателя валют, выражая тем самым готовность купить или продать ее по названным курсам. Современные системы интернет-трейдинга позволяют дилерам во всем мире за две-три секунды связаться с любым банком и получить информацию о котировках от крупнейших мировых банков одновременно.

Купля-продажа иностранной валюты на валютных рынках происходит в форме кассовой (наличной) или срочной валютной сделки. Кассовая сделка осуществляется на условиях немедленной поставки *spot* (spot) и применяется главным образом для того, чтобы немедленно получить валюту для внешнеторговых расчетов, а также избежать возможных валютных потерь от изменения курсов (момент заключения сделки практически совпадает с моментом ее исполнения).

Срочная, или форвардная (forward), сделка применяется для страхования платежей по внешней торговле и т. п. Форвардный курс устанавливается посредством прибавления к кассовому курсу *премии* (репорта) или вычитания из него *дисконта* (депорта). Если курс по срочной сделке ниже курса по кассовой операции, то из кассового курса вычитается дисконт; и наоборот, если валюта котируется дороже, чем при наличной операции, то к курсу по сделке спот прибавляется премия. При обратной котировке дисконт прибавляется к спот, а премия вычитается.

Различают номинальный и реальный валютные курсы.



.....
Номинальный валютный курс — это цена одной валюты, измеренная в единице другой валюты.



.....
Реальный валютный курс — это валютный курс, рассчитанный с учетом изменения уровня цен в обеих странах.

Реальный валютный курс S_r определяется по формуле:

$$S_r = \frac{P_f}{P_d}, \quad (1.13)$$

где P_f — внешний индекс цен (за рубежом); P_d — внутренний индекс цен (в стране).

Другими словами, реальный валютный курс отражает стоимость потребительской корзины иностранных товаров и услуг по отношению к стоимости потребительской корзины, включающей отечественные товары и услуги.

Различают четыре вида режимов валютных курсов:

- 1) свободный плавающий курс;
- 2) регулируемый плавающий курс;
- 3) валютный коридор;
- 4) фиксированный курс.

В режиме *свободного плавающего курса* валютный курс определяется под воздействием спроса и предложения валюты. При этом Центральный банк не вмешивается в этот процесс, а участники рынка определяют свои текущие и ожидаемые потребности в валюте с учетом изменения уровня цен, разницы в процентных ставках, темпов экономического роста и других экономических переменных. Установление свободного плавающего курса обычно приводит к весьма волатильному валютному курсу. В общем понимании волатильность означает изменчивость, нестабильность. На финансовом рынке волатильность характеризует изменчивость цены. Это важнейший финансовый показатель и основное понятие в управлении финансовыми рисками, отражающее меру риска при использовании финансового инструмента за заданный промежуток времени. Волатильность характеризуется статистическим показателем выборочного стандартного отклонения, который позволяет инвесторам определить степень риска при приобретении финансового инструмента.

Регулируемый плавающий курс. Высокая волатильность валютного курса рассматривается как нежелательное и деструктивное свойство. Резкое повышение стоимости валюты страны может отрицательно повлиять на экспорто-ориентированные отрасли. С другой стороны, значительное обесценение валюты может привести к более высокой инфляции. Кроме того, волатильность обменного курса сопряжена с высокой экономической нестабильностью. Международные сделки становятся рискованными из-за неустойчивости валютного курса. Поэтому большинство стран с режимом плавающего курса стараются сгладить его колебания. Такая система называется регулируемым свободным курсом (системой грязного плавания валютного курса (*dirty floating system*)).

Нивелирование колебаний валютного курса происходит в результате интервенций Центрального банка. Валютная интервенция означает продажу или покупку иностранной валюты Центральным банком. Для снижения курса национальной валюты осуществляется покупка иностранной валюты, а для повышения — продажа. Существуют разные типы валютных интервенций Центрального банка, в частности, когда банк вмешивается только для сглаживания однодневных колебаний или когда банк стремится предотвратить резкие кратко- и среднесрочные колебания. Но в любом случае Центральный банк должен обладать значительным запасом иностранной валюты.

Валютный коридор. Установление валютного коридора является одним из инструментов для снижения колебаний валютного курса. Валютный коридор означает поддержание валютного курса в пределах установленных границ. Когда устанавливается валютный коридор, то за основу принимается фиксированный валютный курс. Диапазон коридора выбирается таким образом, чтобы было приемлемое соотношение между волатильностью и гибкостью валютного курса.

Фиксированный курс. В системе фиксированного курса государство обязуется поддерживать установленный валютный курс. Режим фиксированного курса — это тот же валютный коридор, но только с очень маленькой амплитудой колебания.

Центральному банку необходимо вторгаться на рынок во всех случаях, когда валютный курс страны отклоняется от установленной величины. При этом Центральный банк осуществляет либо валютную интервенцию, либо прибегает к изменению процентной ставки, или же применяет инструменты экспансионистской стимулирующей налоговой политики.

Валютный контроль — еще одна мера, при помощи которой государство может защитить фиксированный обменный курс. Валютный контроль — это законодательное или административное запрещение, лимитирование и регламентация операций с валютой. Он включает надзор, регистрацию и учет операций с валютой. Соответственно регулируются валютные, экспортно-импортные и другие внешнеэкономические операции. Осуществление валютного контроля сопровождается:

- проведением валютных операций через Центральный банк и уполномоченные банки;
- лицензированием валютных операций;
- полным или частичным блокированием валютных средств;
- установлением дифференцированной конвертации валют для резидентов и нерезидентов.

1.3.4 Основные теории обменного курса

Существует несколько моделей обменного курса, рассмотрим их.

1. *Модель доходы/расходы* — концентрируется на товарном рынке и выявляет воздействие торгового баланса или баланса по текущим операциям на валютный курс [6].

Согласно этому подходу все, что увеличивает спрос на товары отечественного производства относительно иностранных товаров, ведет к удорожанию национальной валюты, поскольку в этом случае спрос на отечественную валюту также вырастет.

Аналогично все, что увеличивает спрос на иностранные товары относительно товаров отечественного производства, ведет к удешевлению национальной валюты, поскольку в этом случае возрастет предложение национальной валюты на валютных рынках с целью приобретения иностранной валюты.

2. *Концепция паритета покупательной способности (ППС)* исходит из *теории единой цены У.Джевонса*: при отсутствии транспортных издержек, барьеров в торговле и одинаковых качественных характеристиках идентичный товар должен продаваться по одной и той же цене во всех странах. Теория ППС является приложением закона единой цены к национальным уровням цен, а не к ценам на отдельные товары [6].

Паритет покупательной способности на практике соответствует соотношению уровня цен в различных странах. Валютный курс с учетом ППС — это номинальный валютный курс, умноженный на соотношение уровня цен. Такой валютный курс называется *реальным валютным курсом*.

Для рассмотрения данного вопроса введем понятие *реального* и *номинального обменных курсов*.

Номинальный валютный курс — пропорция, в которой валюта одной страны обменивается на валюту другой.

Реальный валютный курс — соотношение покупательной способности двух валют (принимает во внимание еще и соотношение цен на товары в разных странах):

$$\text{Реальный валютный курс} = \text{Номинальный валютный курс} \times \text{Соотношение уровня цен};$$

$$\text{Реальный прямой валютный курс} = \text{Номинальный прямой валютный курс} \times \frac{\text{Уровень цен внутри страны}}{\text{Уровень цен за рубежом}};$$

$$\text{Реальный обратный валютный курс} = \text{Номинальный обратный валютный курс} \times \frac{\text{Уровень цен за рубежом}}{\text{Уровень цен внутри страны}}.$$

Например, реальный обменный курс рубля к доллару (обратный):

$$\text{Реальный обменный курс (рублей за доллар)} = \text{Номинальный обменный курс (рублей за доллар)} \times \frac{\text{Уровень цен в США}}{\text{Уровень цен в России}}.$$

Согласно теории ППС рост уровня цен в одной стране относительно уровня цен в другой стране приводит к удешевлению валюты первой страны (и удорожанию валюты второй страны).

3. *Теория паритета процентных ставок (ППС) или портфельная модель* полагает, что на валютный курс влияет не только торговый баланс, но и баланс по счетам капиталовложений, при этом акцент переносится на последний. Эта теория принимает во внимание то обстоятельство, что в современной развитой рыночной экономике объем внешней торговли относительно мал по сравнению с объемом сделок на валютном рынке (в США, например, годовой объем валютных сделок более чем в 25 раз превосходит объем экспортно-импортных операций). Поэтому решения об инвестировании средств в национальные или иностранные финансовые активы играют более значительную роль в формировании валютного курса, чем спрос на экспортные и импортные товары и услуги [6].

В основе портфельной модели лежит теория *паритета процентных ставок*, гласящая, что в условиях международной мобильности капиталов и при отсутствии трансакционных издержек доходность идентичных финансовых активов должна быть одинаковой. Тогда валютный курс определяется соотношением доходности идентичных отечественных и зарубежных финансовых активов.

Доходность отечественных финансовых активов $R_{\text{вн}}$ равна процентной ставке $i_{\text{вн}}$, выплачиваемой по ним внутри страны, доходность зарубежного финансового актива $R_{\text{ин}}$ для отечественного держателя определяется как:

$$R_{\text{ин}} = i - \Delta ER, \quad (1.14)$$

где $R_{\text{ин}}$ — доходность иностранного финансового актива; i — ставка процента, выплачиваемая владельцу данного актива страной-эмитентом; $\Delta ER = ((ER_1 - ER_0)/ER_0) \times 100\%$ — темп прироста валютного курса.

Тогда паритет процентных ставок описывает условие равновесия и на валютном рынке, так как если:

$$R_{\text{вн}} = R_{\text{ин}}, \text{ то } ER_1 = ER_0 + ER_0(i_{\text{вн}} - i_{\text{ин}}). \quad (1.15)$$

Только когда валютный курс установится на таком уровне, что доходность внутренних и зарубежных финансовых активов будет одинаковой ($i_{\text{вн}} = i_{\text{ин}}$), т. е. когда будет выполняться условие паритета процентных ставок, переток капитала из страны в страну прекращается и валютный курс стабилизируется ($ER_1 = ER_0$).

4. *Монетаристская модель обменного курса* предполагает, что главным фактором, определяющим валютный курс, является соотношение темпов инфляции. Формула изменения валютного курса рубля по отношению к доллару США за определенный период времени:

$$ER = (\pi_{\text{РФ}} - \pi_{\text{США}}) \cdot \tau, \quad (1.16)$$

где $ER = (ER_1 - ER_0)/ER_0$ — темп прироста обменного курса рубля к доллару; $\pi_{\text{РФ}}$ — темп инфляции в России за данный период времени; $\pi_{\text{США}}$ — темп инфляции в США за тот же период времени; τ — индекс, характеризующий изменение условий торговли между РФ и США.

Следовательно, обменный курс между любыми двумя валютами будет меняться таким образом, чтобы отражать изменения уровня цен в обеих странах.

1.3.5 Построение обобщающей модели обменного курса

В пункте 1.3.4 были рассмотрены различные модели формирования обменных курсов. Каждая из рассмотренных моделей имеет свои недостатки и достоинства. Для прогнозирования движения валютных курсов необходимо использовать все достоинства перечисленных моделей, исключая по мере возможности их недостатки. Далее объединим все перечисленные выше теории в одну и построим обобщающую модель обменных курсов.

Для начала рассмотрим основные факторы, влияющие на изменение курсов валют.

Валютные курсы всех развитых стран на сегодняшний день являются плавающими, то есть изменение обменного курса той или иной валюты формируется под воздействием спроса и предложения на данную валюту. Причем размер спроса и предложения может быть обусловлен как необходимостью в опосредовании международных экономических процессов (международная торговля, движение капитала, валютное регулирование со стороны правительств и т. д.), так и чисто спекулятивными факторами. Ежедневный объем торговых операций на FOREX по разным источникам информации составляет свыше 3 трлн долларов США, долю спекулятивных операций определить непросто, но по разным источникам информации она составляет от 10% до 80%.

Везде мы будем иметь в виду номинальный обменный курс, то есть соотношение, в котором обмениваются национальные валюты двух стран. Те котировки, которые можно увидеть на экране любого брокерского торгового терминала, и есть номинальные обменные курсы.



Выводы

Итак, валютные курсы зависят от спроса и предложения на соответствующую валюту, а спрос и предложение, в свою очередь, изменяются под воздействием самых разнообразных факторов, которые проявляются в виде *изменений в международных потоках товаров и услуг и международных потоках капиталов*.

Взаимодействие экономик различных стран происходят двумя способами: путем покупки и продажи товаров и услуг на мировых рынках и посредством приобретения и продажи финансовых ресурсов на мировых финансовых рынках. Далее рассмотрим эти процессы подробнее.



Экспорт — товары и услуги, произведенные внутри страны и продаваемые за рубежом.



Импорт — товары и услуги иностранных компаний, реализуемые на внутреннем рынке страны.



Чистый экспорт исчисляется как разность между стоимостью экспорта и стоимостью импорта. Данный показатель публикуется как **торговый баланс**.

Положительная разница между экспортом и импортом указывает на то, что страна продает на внешнем рынке больше товаров и услуг, чем покупает их за границей. В этом случае говорят, что она имеет *активное сальдо торгового баланса*. Если показатель чистого экспорта имеет отрицательное значение, то есть импорт превышает экспорт, следовательно, страна продает за рубеж меньше товаров и услуг, чем покупает их за границей. В таком случае говорят, что имеет место *пассивное сальдо торгового баланса*, или *внешне торговый дефицит*. Когда чистый экспорт равен нулю, т. е. экспорт в точности равен импорту, говорят, что страна имеет *нетто-баланс*.

На показатели экспорта, импорта и чистого экспорта воздействуют следующие факторы:

- Цены на товары внутри страны и за рубежом.
- Сложившиеся предпочтения потребителей по отношению к отечественным и импортным товарам.
- Обменные курсы валют.
- Затраты на транспортировку товаров из страны в страну.

- Внешнеторговая политика государства.

Со временем значение этих факторов может изменяться, что отражается и на объеме внешней торговли.

До сих пор мы рассматривали мировые рынки товаров и услуг. Но ведь субъекты национальных экономик выходят и на мировые финансовые рынки. Так, например, житель США, располагающий \$20 тыс., имеет возможность приобрести на эти деньги автомобиль «Toyota» (международные товарные потоки) или акции одноименной компании, или вообще японские иены (потоки капиталов).



.....
 Таким образом, на финансовых рынках ключевым для нас понятием являются **чистые иностранные инвестиции**. Они определяются как разность между стоимостью иностранных активов, приобретенных резидентами, и стоимостью отечественных активов, приобретенных иностранцами (под активами следует понимать собственность, дающую возможность получения дохода в будущем — акции, облигации, валюта и т. п.).

Факторы, влияющие на величину чистых иностранных инвестиций:

- Реальная ставка процента по иностранным активам (реальная процентная ставка — это номинальная ставка, уменьшенная на величину инфляции).
- Реальная ставка процента по внутренним активам.
- Экономические и политические риски приобретения иностранных активов.
- Государственная политика в отношении частных инвесторов.

Представьте, что вы в качестве инвестора решаете приобретать государственные облигации США или аналогичные ценные бумаги российского правительства. И как любой нормальный инвестор вы должны сравнить реальные ставки процента, выплачиваемого по облигациям обоих видов. Чем выше предлагаемый эмитентом доход, тем предпочтительнее для инвестора данные активы. Однако помимо этого фактора необходимо принимать во внимание и риск того, что государство окажется неплатежеспособным (т. е. не сможет выплатить в положенный срок процентный доход или основную сумму долга). Также инвестору следует учитывать и вероятность возможных ограничений на деятельность иностранных инвесторов, которые власти США уже ввели или могут принять в будущем.

Далее давайте проанализируем, как взаимодействуют эти факторы, приводя к изменениям валютных курсов в средне- и долгосрочном периодах, построив простую экономическую модель, основанную на международных потоках товаров и услуг и потоках капиталов.

Рассмотрим влияние международных потоков товаров и услуг и международных потоков капитала на изменения валютных курсов.

Чистый экспорт (NX) и чистые иностранные инвестиции (NFI) представляют собой меры несбалансированности товарных и финансовых рынков. Здесь чрезвычайно важно отметить то обстоятельство, что для национальной экономики в целом чистые иностранные инвестиции всегда должны равняться чистому экспорту: $NFI = NX$.

Утверждение, возможно, не очевидное, но совершенно справедливое. Справедливость уравнения определяется тем, что каждая сделка в экономике в одинаковой мере влияет на его правую и левую части.

Допустим, некая американская корпорация продает свой товар английскому импортеру и получает за это некоторое количество фунтов. В данном случае произошло увеличение чистого экспорта (что очевидно), но каким же образом данная операция отобразилась на левой части нашего уравнения?! Дело в том, что иностранная валюта, так же как и, например, ценные бумаги, является финансовым активом, способным приносить доходы в будущем. То есть показатель чистых иностранных инвестиций США увеличился как раз на полученную в оплату экспорта сумму английских фунтов стерлингов. Теперь, если американская корпорация решит на полученную выручку приобрести, например, правительственные ценные бумаги Великобритании, то такая операция затронет только левую часть равенства — изменится форма иностранных инвестиций, сумма же останется неизменной.

Таким образом, любая операция на одном из этих рассматриваемых рынков не изменит равновесия.

Для дальнейшего анализа нам необходимо будет воспользоваться такими категориями, как валовый внутренний продукт и национальные сбережения, которые мы рассмотрели ранее.

Валовый внутренний продукт (*ВВП*, *GDP*) представляет собой рыночную стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных внутри страны как резидентами, так и нерезидентами за определенный период времени. Он складывается из четырех составляющих: личного потребления (*C*), инвестиций (*I*), государственных расходов (*G*) и чистого экспорта (*NX*):

$$Y = C + I + G + NX. \quad (1.17)$$

Вспомним, что национальные сбережения (*S*), в свою очередь, представляют собой средства, которые остаются после оплаты государственных расходов и расходов на потребление, а поскольку из предыдущего равенства вытекает, что $Y - C - G = I + NX$, то $S = I + NX$.

Воспользовавшись свойством равенства чистого экспорта и чистых иностранных инвестиций, можно переписать последнее равенство как:

$$S = I + NFI. \quad (1.18)$$

То есть национальные сбережения могут быть использованы либо на финансирование накоплений внутри страны, либо для приобретения иностранных активов.

Теперь можно переходить к построению модели. Она будет отображать взаимодействие двух рынков — рынка заемных средств и валютного рынка. Первый из них — рынок заемных средств — координирует потоки сбережений и инвестиций (включая чистые иностранные инвестиции); второй — рынок обмена иностранной валюты — удовлетворяет интересы людей, желающих обменять национальную валюту на денежные единицы других стран.

На рынок заемных средств направляются деньги людей желающих сделать сбережения, заемщиками же выступают лица, намеревающиеся осуществлять на одолженные суммы инвестиции. Таким образом, в качестве предложения на рынке

заемных средств выступают национальные сбережения, а в качестве спроса — инвестиции. То есть равновесие на данном рынке описывается уже известным нам равенством: $S = I + NFI$.

Спрос и предложение на рынке заемных средств определяются величиной реальной процентной ставки, представляющей собой, с одной стороны, оход от хранения сбережений, с другой — плату за пользование ссудами.

Рост процентной ставки стимулирует людей к осуществлению сбережений, что приводит к росту предложения заемных средств. Но в то же время рост стоимости кредитов уменьшает привлекательность инвестиций, что снижает спрос на заемные средства.

Процентная ставка устанавливает равновесное состояние спроса и предложения заемных средств. Если она окажется ниже равновесного уровня, объем предложения заемных фондов превышает объем спроса и возникший дефицит финансовых ресурсов вызовет увеличение процентной ставки. Если же процентная ставка окажется выше равновесного уровня, объем предложения заемных средств превысит величину спроса на них, в результате чего избыток финансовых ресурсов приведет к ее снижению. Таким образом, при равновесной процентной ставке средства, которые население направляет на сбережения, в точности соответствуют потребностям во внутренних и чистых иностранных инвестициях.

Далее рассмотрим, что же определяет спрос и предложение на валютном рынке. Валютный рынок описывается рассмотренным нами ранее тождеством: $NFI = NX$.

Для покупки экспорта иностранным компаниям необходимо приобрести национальную валюту, т. е. они предъявляют на нее спрос. В то же время этот спрос частично либо полностью удовлетворяется оплатой импорта отечественными компаниями. То есть в целях построения модели можно сделать допущение, что спрос на национальную валюту на валютном рынке определяется величиной *чистого экспорта*. Чистый экспорт, в свою очередь, зависит от реального обменного курса — рост реального обменного курса приводит к уменьшению чистого экспорта, и наоборот (рис. 1.6). Другими словами, когда реальный обменный курс возрастает, отечественные товары по сравнению с иностранными дорожают, что делает их менее привлекательными как для внутренних потребителей, так и для зарубежных покупателей. В результате экспорт сокращается, а величина импорта возрастает.

Для приобретения иностранных активов необходимо обменять национальную валюту на иностранную. По аналогии с чистым экспортом можно несложно вывести, что предложение национальной валюты определяется чистыми иностранными инвестициями, а те, в свою очередь, зависят от реальной процентной ставки. При росте реальной процентной ставки становится выгоднее приобретать внутренние активы, в результате чего увеличивается приток иностранных инвестиций в страну, и в то же время часть иностранных инвестиций преобразуются во внутренние. И наоборот.



.....
 Следует заметить, что в отличие от чистого экспорта, величина чистых иностранных инвестиций никак не зависит от реального обменного курса.

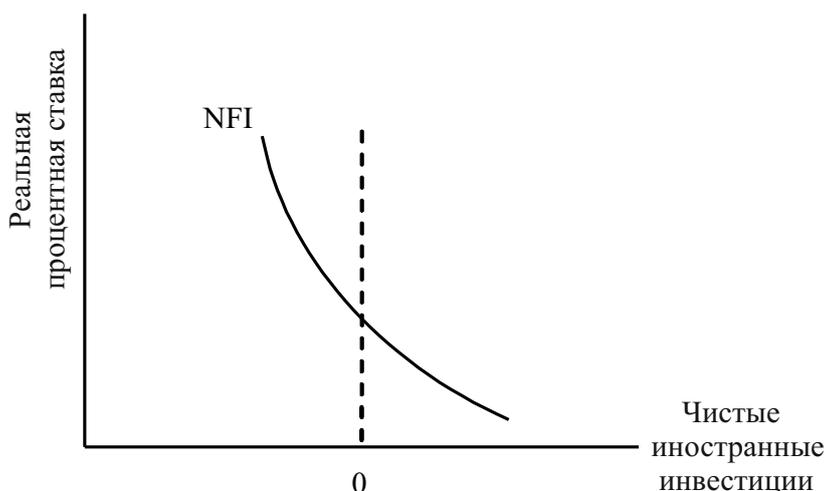


Рис. 1.6 – Зависимость чистых иностранных инвестиций от реальной процентной ставки

Теперь у нас есть все составляющие, чтобы собрать модель воедино без учета денежного рынка.

Итак, на рынке заемных средств устанавливается равновесная реальная процентная ставка. Она, в свою очередь, определяет уровень чистых иностранных инвестиций. И, наконец, на валютном рынке спрос на национальную валюту (который определяется чистым экспортом) и предложение национальной валюты (которое определяется чистыми иностранными инвестициями) устанавливают реальный обменный курс.

В конечном итоге, изменение реального обменного курса должно привести к изменению номинального.

Теперь рассмотрим, как работает описанная модель, если добавить в нее еще и денежный рынок.



.....
Денежный рынок — это рынок, на котором спрос на деньги и их предложение определяют уровень процентной ставки, «цен» денег; это сеть институтов, обеспечивающих взаимодействие спроса и предложения денег.

На денежном рынке деньги «не продаются» и «не покупаются» подобно другим товарам. В этом специфика денежного рынка. При сделках на денежном рынке деньги обмениваются на другие ликвидные средства по альтернативной стоимости, измеренной в единицах номинальной нормы процента [7].

Спрос на деньги вытекает из двух функций денег — как средства обращения и средства сохранения богатства. Три причины побуждают людей хранить часть их богатства в форме денег:

- 1) транзакционный мотив (использование денег в качестве средства платежа),
- 2) мотив предосторожности (обеспечение в будущем возможности распоряжаться определенной частью своих ресурсов в форме наличных денег),

- 3) спекулятивный мотив (мотив хранения денег, возникающий из желания избежать потерь капитала, вызванных хранением активов в форме облигаций в периоды ожидаемого повышения норм ссудного процента).

Именно этот мотив формирует обратную связь между величиной спроса на деньги и нормой процента.



.....
Денежная масса — совокупность всех денежных средств, находящихся в хозяйстве в наличной и безналичной формах, обеспечивающих обращение товаров и услуг в народном хозяйстве.



.....
 Под **предложением** денег обычно понимают денежную массу в обращении, т. е. совокупность платежных средств, обращающихся в стране в данный момент.

Совокупность решений в отношении предложения денег составляет суть денежно-кредитной политики. В ФРС подобные решения принимаются Комитетом по операциям на открытом рынке.

Финансовые инструменты денежного контроля ФРС:

- 1) операции на открытом рынке,
- 2) установление нормы обязательных резервов,
- 3) учетная ставка.

Рассмотрим на примерах механизм изменения обменных курсов на валютном рынке, начиная с самого простого и затем последовательно усложняя.

Все примеры будут анализироваться на трех: графике рынка заемных средств, графике зависимости чистых иностранных инвестиций от реальной процентной ставки и собственно графике валютного рынка. Чтобы не перегружать рисунки, примем следующие условные обозначения:

- r — реальная процентная ставка;
- S — сбережения — предложение заемных средств;
- I — инвестиции (как сумма внутренних и чистых иностранных инвестиций) — спрос на заемные средства;
- NFI — чистые иностранные инвестиции — предложение национальной валюты;
- NX — чистый экспорт — спрос на национальную валюту;
- E_r — реальный обменный курс;
- Q_m — количество национальной валюты.

Исходная ситуация: на рынке заемных средств установилась равновесная реальная процентная ставка на уровне r^1 . В соответствии со сложившимся уровнем процентной ставки имеем некоторую величину чистых иностранных инвестиций, которые одновременно являются предложением национальной валюты на валют-

ном рынке. Также имеем определенную зависимость между реальным обменным курсом и чистым экспортом, который одновременно является спросом на национальную валюту на валютном рынке. Реальный обменный курс на уровне E_r^1 приводит в равновесие валютный рынок. Реальному обменному курсу E_r^1 соответствует определенный уровень номинального обменного курса. Исходная ситуация изображена на рисунке 1.7.

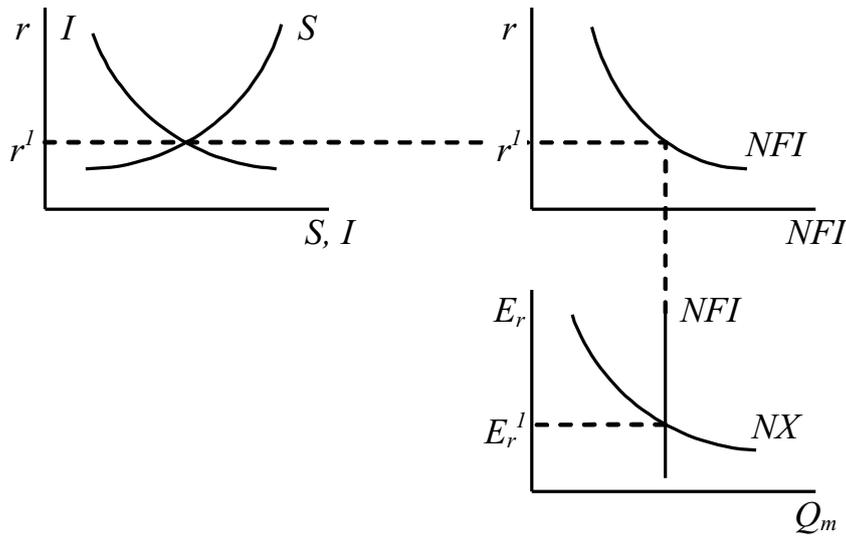


Рис. 1.7 – Исходная ситуация

Ситуация 1: допустим, в результате изменений предпочтений потребителей произошло увеличение потребления импортных товаров. Очевидно, что величина чистого экспорта в таком случае уменьшится при неизменившемся соотношении внутренних и внешних цен. Данное изменение затронет в нашей модели только график валютного рынка – произойдет сдвиг кривой чистого экспорта в сторону уменьшения, т. е. влево.

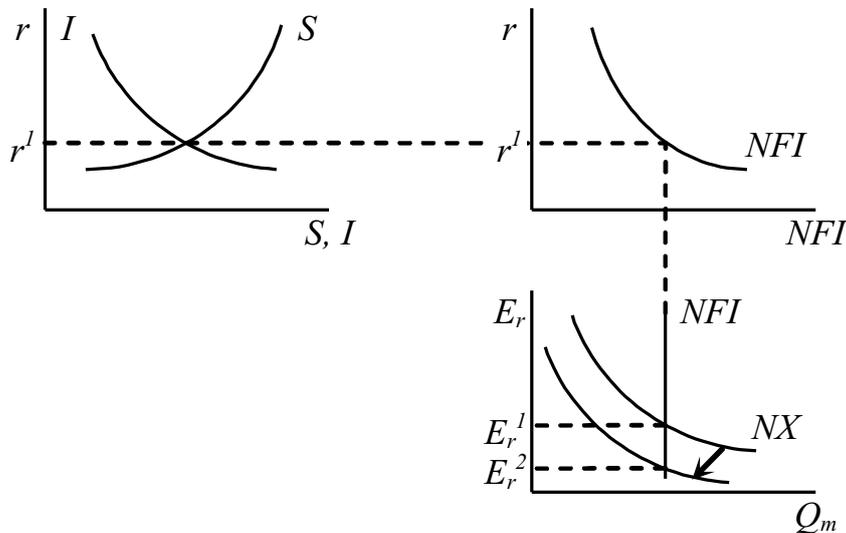


Рис. 1.8 – Ситуация 1 – влияние изменения соотношения импорта и экспорта

В результате на валютном рынке установится новое равновесие при равновесном реальном обменном курсе на уровне E_r^2 (рис. 1.8).

На графике реальный курс у нас снизился, что соответственно должно найти отражение в снижении номинального валютного курса. Таким образом, мы получили подтверждение уже имевшемуся у нас скорее на интуитивном уровне убеждению, что снижение внешнеторгового баланса неизбежно должно привести к снижению курса национальной валюты. Это действительно так.

Ситуация 2: допустим, ЦБ повышает процентную ставку по государственным обязательствам (достаточно часто наблюдаемая ситуация). Здесь мы не будем рассматривать, что произойдет с рынком заемных средств, отметим лишь то, что такое событие однозначно должно привести к росту реальной процентной ставки¹, скажем, до уровня r^2 . В результате величина чистых иностранных инвестиций (а значит и предложение на валютном рынке) уменьшится.

В результате на валютном рынке установится новое равновесие при равновесном реальном обменном курсе на уровне E_r^2 , который будет больше исходного (рис. 1.9).

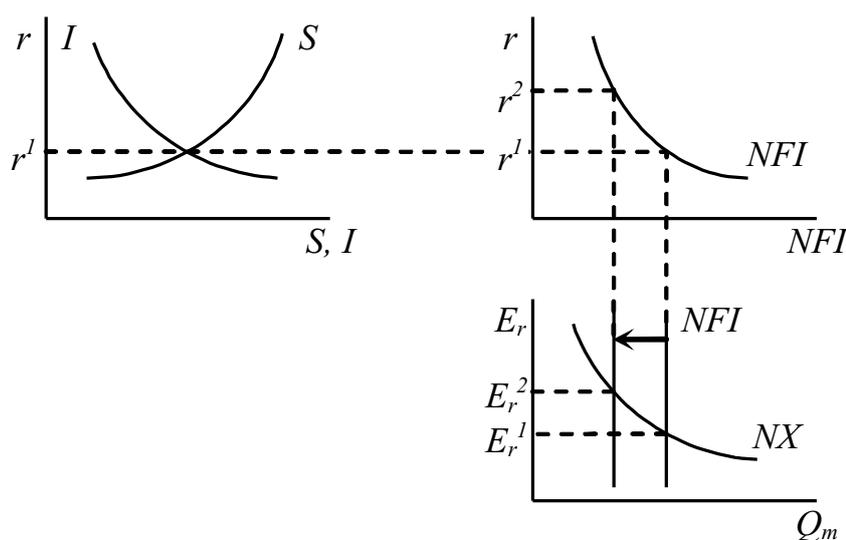


Рис. 1.9 – Ситуация 2 — Влияние изменения процентной ставки ЦБ

Реальный курс у нас вырос, что соответственно должно найти отражение в росте номинального валютного курса. Таким образом, теперь уже совершенно обоснованно можно делать вывод, что увеличение процентной ставки центральными банками должно привести к росту курса национальной валюты.

Ситуация 3: допустим, в стране изменился в лучшую сторону инвестиционный климат, что было вызвано, например, политическими событиями — победой на выборах, принятием нового закона и т. п. Желание инвестировать в национальную экономику дополнительные средства должно привести к росту спроса на заемные

¹Важно не путать ставку ЦБ с реальной процентной ставкой. Под реальной процентной ставкой следует понимать среднюю разницу между текущей и будущей стоимостью активов в процентном выражении за вычетом уровня инфляции.

средства, т. е. при той же реальной процентной ставке резиденты и нерезиденты будут брать больше займов на рынке заемных средств. Кривая спроса на заемные средства сдвинется в сторону увеличения, т. е. вправо. В результате равновесие установится при реальной процентной ставке на уровне r^2 , который выше прежнего уровня r^1 . Продолжив цепочку рассуждений точно так же, как мы делали в предыдущем примере, мы приходим к тому, что номинальный обменный курс и в этом случае должен вырасти (рис. 1.10).

Делаем вывод, что улучшение инвестиционного климата должно привести к дополнительному притоку иностранных инвестиций в национальную экономику (поскольку чистые иностранные инвестиции уменьшаются) и, как следствие, к росту курса национальной валюты.

Подводя промежуточные итоги, можно сказать, что реальные процессы, происходящие в мировой экономике, значительно сложнее, чем в принятой для анализа модели, но для выявления основных зависимостей между макроэкономическими процессами (событиями) и динамикой валютных курсов она вполне адекватна.

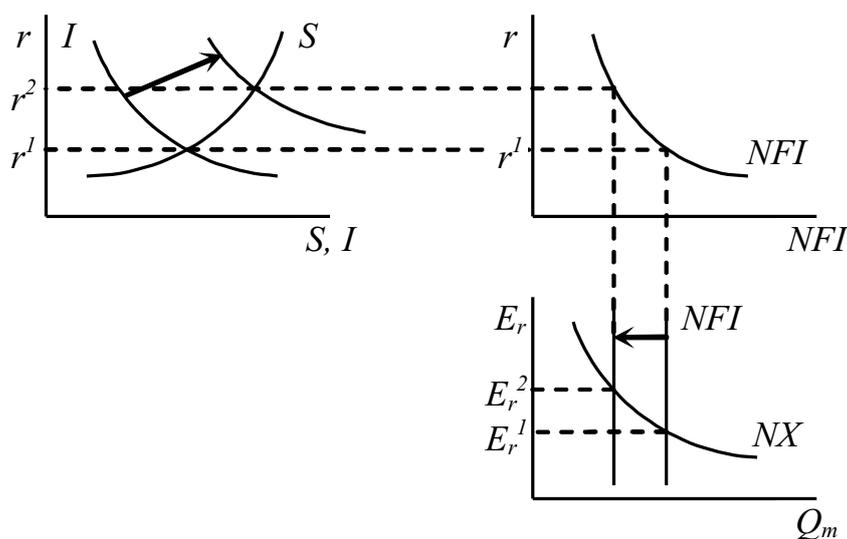


Рис. 1.10 – Ситуация 3 – Влияние изменения инвестиционного климата

Ситуация 4: Рассмотрим влияние инфляционных процессов на валютный курс через денежный рынок (рис. 1.11). Допустим, в результате запущенного печатного станка предложение денег на денежном рынке выросло. В этом случае будет наблюдаться рост уровня цен, а стоимость денег и номинальная процентная ставка снизятся. В результате реальная процентная ставка также снизится, что приведет к увеличению чистых иностранных инвестиций. В итоге мы имеем снижение реального обменного курса на валютном рынке.

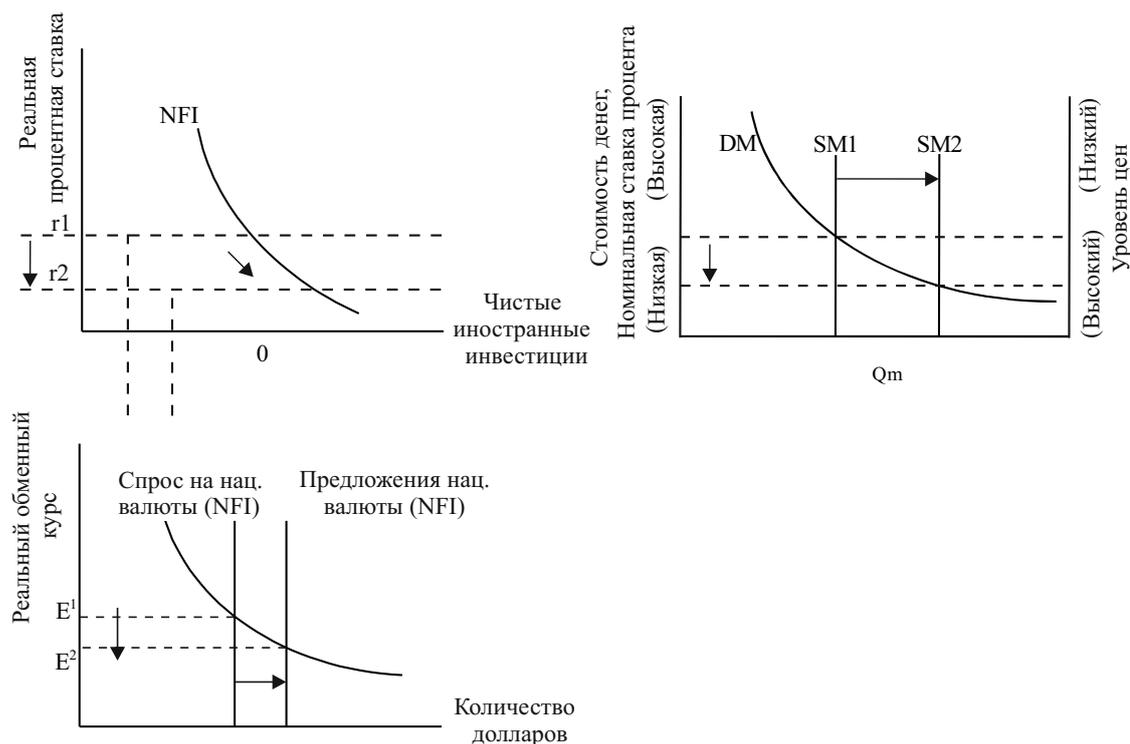


Рис. 1.11 – Ситуация 4 – Влияние инфляции на валютный рынок

Ситуация 5: Рассмотрим влияние денежно-кредитной политики ЦБ на валютный курс. Допустим, чтобы подавить инфляционные процессы в экономике, ЦБ поднимает номинальную ставку процента, т. е. уменьшает денежное предложение. Не касаясь рынка заемных средств, в данном случае повышение номинальной процентной ставки однозначно приведет к росту реальной процентной ставки¹, скажем, до уровня r^2 . В результате величина чистых иностранных инвестиций (а значит, и предложение на валютном рынке) уменьшится.

В результате на валютном рынке установится новое равновесие при равновесном реальном обменном курсе на уровне E_r^2 , который будет больше исходного (рис. 1.12).

Реальный курс у нас вырос, что соответственно должно найти отражение в росте номинального валютного курса. Таким образом, теперь уже совершенно обоснованно можно делать вывод, что увеличение процентной ставки центральными банками должно привести к росту курса национальной валюты.

¹ Важно не путать ставку ЦБ с реальной процентной ставкой. Под реальной процентной ставкой следует понимать среднюю разницу между текущей и будущей стоимостью активов в процентном выражении за вычетом уровня инфляции.

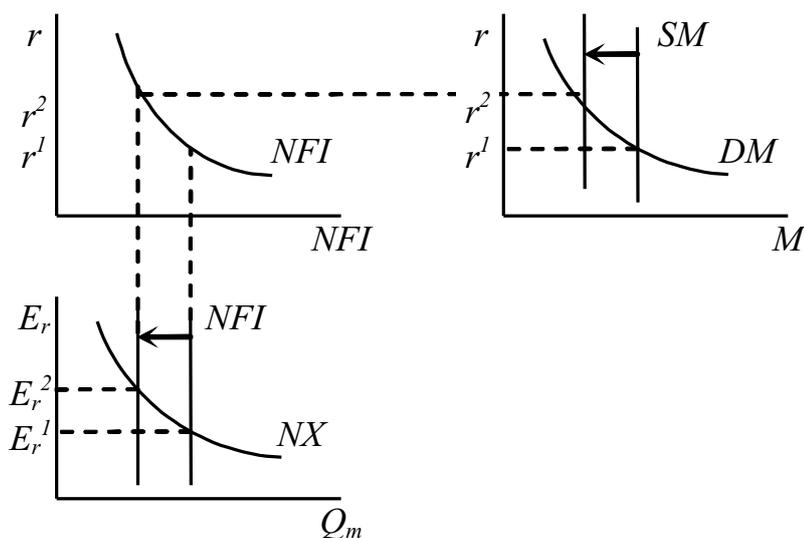


Рис. 1.12 – Ситуация 4 – Влияние денежно-кредитной политики ЦБ на валютный курс



Контрольные вопросы по главе 1

- 1) Дайте определение финансового рынка.
- 2) Перечислите определения ценной бумаги, которые Вы знаете, и на их основе выведите свое.
- 3) Какие Вы знаете виды финансовых рынков? Охарактеризуйте их.
- 4) Определите место рынка ценных бумаг в структуре финансового рынка.
- 5) Определите место валютного рынка в структуре финансового рынка.
- 6) Охарактеризуйте участников рынка ценных бумаг.
- 7) Какие функции выполняет рынок ценных бумаг?
- 8) Какие органы регулирования рынка ценных бумаг Вам знакомы?
- 9) Классификация рынка ценных бумаг.
- 10) Понятие ценной бумаги в узком и широком смысле.
- 11) Характеристики ценной бумаги.
- 12) Классификация ценных бумаг.
- 13) Понятие акции.
- 14) Какова взаимосвязь стоимости акций с уставным капиталом и активами компании?
- 15) Перечислите формы выпуска акций.

- 16) Свойства акций.
- 17) Какие права акция предоставляет своему владельцу?
- 18) Классификация акций.
- 19) Права владельцев обыкновенных акций.
- 20) Особенности привилегированных акций.
- 21) Какие стоимостные оценки акций используют для принятия инвестиционных решений в процессе анализа рынка ценных бумаг?
- 22) Факторы, оказывающие влияние на доходность акций.
- 23) Понятие облигации.
- 24) В каких случаях предприятия прибегают к эмиссии облигаций?
- 25) Каковы фундаментальные свойства облигаций.
- 26) Классификация облигаций.
- 27) Факторы, оказывающие влияние на стоимость облигаций.
- 28) Понятие векселя.
- 29) Признаки векселя.
- 30) Виды векселей.
- 31) Чем простой вексель отличается от переводного?
- 32) Понятие и виды производных ценных бумаг.
- 33) В каких случаях владелец варранта прибегнет к его исполнению?
- 34) Какими преимуществами обладают варранты по сравнению с традиционными ценными бумагами?
- 35) Что представляет собой стрип?
- 36) С какой целью используются фьючерсы и опционы?
- 37) Суть государственных бумаг и ценных бумаг.
- 38) Задачи выпуска в обращение ГЦБ.
- 39) Преимущества ГЦБ.
- 40) Выделите основные особенности теории паритетов покупательной способности.
- 41) Что такое денежная политика государства?
- 42) Каково влияние изменения инвестиционного климата на экономику государства?
- 43) В чем заключается понятие чистых иностранных инвестиций?

Глава 2

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

2.1 Макроэкономические показатели системы национальных счетов

Перечислим основные макроэкономические показатели, которые необходимы при фундаментальном подходе к анализу финансовых рынков.



.....
Национальное богатство — запас вещественных благ и стоимость земли. Оно состоит из зданий, сооружений, оборудования и запасов (товарно-материальных запасов фирм и запасов потребительских товаров длительного пользования у домашних хозяйств) [8].
.....

Изменение (поток) национального богатства в течение определенного промежутка времени описывается показателем ВВП или ВНП.



.....
Валовой внутренний продукт (ВВП) — текущая рыночная стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных в экономике страны за определенный промежуток времени (обычно за год) всеми факторами производства в границах национальной территории.
.....



.....
Валовой национальный продукт (ВНП) — текущая рыночная стоимость всех конечных товаров и услуг, созданных факторами производства, находящимися в собственности граждан данной страны, в том числе на территории других государств.

$$\text{ВНП} = \text{ВВП} - \begin{array}{l} \text{Продукция, произведенная} \\ \text{иностранцами факторами} \\ \text{производства} \\ \text{на территории страны} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Продукция, произведенная} \\ \text{отечественными} \\ \text{факторами производства} \\ \text{за рубежом} \end{array}$$

Два основных метода подсчета ВВП:

- метод конечной продукции;
- метод добавленной стоимости.

1. *Метод конечной продукции.* ВВП может быть рассчитан как сумма текущих рыночных стоимостей всех конечных товаров и услуг, произведенных на территории страны в течение данного периода времени. При этом в ВВП не включается стоимость промежуточной продукции и товаров, созданных в предшествующий период [8].



.....
Конечная продукция — товары и услуги, поступающие в конечное потребление, т. е. не предназначенные для дальнейшей переработки или перепродажи.



.....
Промежуточная продукция — товары и услуги, предназначенные для дальнейшей переработки или перепродажи, т. е. используемые для производства других товаров и услуг в период, за который рассчитывается ВВП.

Стоимость промежуточной продукции учтена в издержках производства конечной продукции. Ее повторное включение в ВВП привело бы к завышению его действительной величины из-за возникновения так называемого двойного счета.

Сделки по приобретению товаров, созданных в предшествующий период (например, дома, построенного пять лет назад), означают лишь смену собственника, перераспределение активов и доходов, а не приращение реального количества благ.

Исходя из упрощающего предположения, что суммарная стоимость всей конечной продукции, произведенной в стране, равна сумме расходов на ее приобретение всех конечных потребителей — домашних хозяйств, фирм, государства и иностранцев (их расходы на импорт из данной страны), ВВП может быть рассчитан не методом суммирования стоимостей конечных продуктов, а методом суммирования конечных расходов на их покупку (подсчет ВВП по расходам):

$$\text{ВВП} = C + I + G + NX, \quad (2.1)$$

где C — потребительские расходы; I — инвестиционные расходы фирм, т. е. приобретение нового физического капитала или материальных активов; G — государственные закупки товаров и услуг (они не включают государственные трансферты, которые лишь перераспределяют доходы); NX — чистый экспорт — разница (сальдо) между экспортом и импортом товаров и услуг (если импорт больше, чем экспорт, то NX — отрицательная величина).

В инвестиции включаются:

- расходы на покупку новых машин и оборудования;
- расходы на новое строительство (в том числе жилищное);
- изменение производственных запасов.

В инвестиции не включаются:

- деньги и ценные бумаги, которые относятся к финансовым активам.

В ВВП фигурируют *валовые частные внутренние инвестиции*, т. е. все произведенные за год капитальные товары независимо от того, используются ли они для замены старых изношенных капитальных благ или для расширения производственных возможностей. Этим они отличаются от чистых *частных внутренних инвестиций*, показывающих величину чистого прироста запаса капитальных благ [8]:

$$\begin{array}{rcccl} \text{Чистые частные} & & \text{Валовые частные} & & \text{Расходы на замену} \\ \text{внутренние} & = & \text{внутренние} & - & \text{изношенных} \\ \text{инвестиции} & & \text{инвестиции} & & \text{капитальных благ} \\ & & & & \text{(амортизационные расходы)} \end{array}$$

В инвестиции не включаются государственные капиталовложения, но входят все другие капиталовложения в национальную экономику, в том числе сделанные иностранцами. Капиталовложения отечественных инвесторов за рубежом не входят в ВВП данной страны.

2. *Метод добавленной стоимости.* ВВП, рассчитанный методом добавленной стоимости, равен сумме стоимостей, добавленных на каждом этапе производства конечной продукции во всех секторах экономики.

Добавленная стоимость равна разнице между валовой выручкой фирмы от продажи ее продукции и затратами на покупку товаров и услуг у других фирм. Эти затраты равны стоимости промежуточной продукции. Добавленная стоимость — собственный вклад фирмы в создание ВВП.

Поскольку добавленная стоимость полностью расходуется на вознаграждение собственникам факторов производства, участвовавшим в ее изготовлении, то в экономике:

$$\begin{aligned} \text{Сумма добавленных стоимостей} &= \text{Сумма всех факторных доходов} = \\ &= (\text{Заработная плата и жалование}) + \text{Арендная плата} + \text{Рента} + \\ &\quad + \text{Процентный доход} + \text{Прибыль предпринимателей}. \end{aligned}$$



Выводы

Следовательно, ВВП может быть рассчитан как *сумма всех факторных доходов*.

Однако в экономике расходы на конечные товары и услуги не равны доходам, получаемым от факторов производства. Это связано с тем, что в экономике существуют расходы, не являющиеся доходами никаких собственников ресурсов:

- расходы на возмещение изношенных капитальных благ (амортизационные расходы);
- расходы на оплату ценовых надбавок (косвенных налогов).



Косвенные налоги — нефакторный доход государства, который делает затраты покупателя больше, чем валовая выручка фирмы от реализации конечных товаров и услуг (акцизы, налог с продаж, налог на добавленную стоимость).

Государственные субсидии производителям — нефакторный доход производителей, позволяющий фирмам получить большую выручку от реализации конечных товаров и услуг, чем расходы потребителя на их покупку:

$$\begin{array}{rcccl} \text{Чистые} & & & & \\ \text{косвенные} & = & \text{Косвенные} & - & \text{Субсидии} \\ \text{налоги} & & \text{налоги} & & \text{производителям} \end{array}$$

Для уравнивания суммы доходов и суммы расходов амортизационные расходы и косвенные налоги прибавляются к сумме факторных доходов.

Другие показатели системы национальных счетов:



Внутренний доход — совокупный доход, получаемый всеми экономическими агентами, собственниками факторов производства:

$$\text{ЧВП} = \text{ВВП} - \text{Амортизационные расходы.}$$



Чистый внутренний продукт (ЧВП) — чистая стоимость конечных товаров и услуг (отличается от ВВП на стоимость износа основного капитала):

$$\text{ВД} = \text{ЧВП} - \text{Чистые косвенные налоги.}$$

Примечание:

ВВП – Амортизационные расходы = Чистый национальный продукт (ЧНП);

ЧНП – Чистые косвенные налоги = Национальный доход (НД).



.....
Личный (персональный) доход (ЛД) – денежный доход, полученный всеми домашними хозяйствами, служащий базой для уплаты подоходных налогов:

$$\text{ЛД} = \text{ВД} - \text{Прибыль корпораций} + \text{Дивиденды} - \text{Отчисления в фонд социального страхования} + \text{Транспортные платежи государства населению}$$



.....
Личный располагаемый доход – личный доход за вычетом подоходных налогов.

Все показатели системы национальных счетов измеряются по их текущей рыночной стоимости. Но благосостояние общества зависит и от результатов экономической деятельности, трудно поддающихся рыночной оценке.

В ВВП не отражается большой объем услуг, оказываемых в домашних хозяйствах (уборка квартир, стирка, приготовление пищи, самостоятельный ремонт личных автомашин и т. п.) [9].

Нелегальные виды деятельности не поддаются точной оценке, их результаты также не учитываются в ВВП, и они относятся к подпольной (теневой) экономике:

- часть доходов от вполне законной деятельности, скрываемая ради уменьшения налогов;
- доходы от криминальной деятельности (например, торговли наркотиками).

Доходы от подпольной экономики оцениваются в 3–20% ВВП США и до 40% ВВП Российской Федерации.

Показатели системы национальных счетов характеризуют экономическое благосостояние, но недостаточно говорят о социальном благосостоянии, качестве жизни.

Показатель ВВП на душу населения более полно характеризует экономическое благосостояние членов общества. Оно зависит от степени равенства в распределении доходов, от динамики уровня цен.

2.2 Макроэкономические показатели уровня цен

Как уже было сказано выше, цена является одним из важных способов измерения различных экономических явлений. И чтобы учесть влияние цен, рассчитываются различные индексы цен. Они предназначены для определения среднего

изменения цен в экономике. Все индексы цен описывают изменение стоимости репрезентативного набора (корзины) товаров, взвешенное по количеству каждого товара.

Виды индексов цен [9]:

- *индекс оптовых цен* (на все товары, реализуемые большими партиями);
- *индекс цен производителей* (оптовых цен на товары отдельных отраслей);
- *индекс розничных цен* (цен на все товары, продаваемые в розничной торговле);
- *индекс стоимости жизни* (цен «потребительской корзины» определенной группы розничных покупателей);
- *индекс экспортных и импортных цен* и т. п.;
- *индекс-дефлятор ВВП* (индекс цен на все товары и услуги, покупаемые конечными потребителями).

Дефлятор ВВП позволяет пересчитать *номинальный ВВП*, т. е. ВВП в текущих ценах, в *реальный ВВП*, т. е. ВВП в постоянных (сопоставимых) ценах, очищенный от влияния изменения цен:

$$\text{Реальный ВВП} = \frac{\text{Номинальный ВВП}}{\text{Дефлятор ВВП}}. \quad (2.2)$$

Дефлятор ВВП (рассчитывается как индекс Пааше) составляется как средневзвешенная оценка изменения стоимости набора товаров как потребительского, так и производственного назначения, входящих в корзину текущего года:

$$I_p = \frac{\sum P_{\text{тек}} Q_{\text{тек}}}{\sum P_{\text{баз}} Q_{\text{тек}}}. \quad (2.3)$$

Индекс потребительских (розничных) цен (рассчитывается как индекс Ласпейреса) составляется как средневзвешенная оценка изменения стоимости набора потребительских товаров, входящих в корзину базового года:

$$I_L = \frac{\sum P_{\text{тек}} Q_{\text{баз}}}{\sum P_{\text{баз}} Q_{\text{баз}}}. \quad (2.4)$$

где $P_{\text{тек}}$, $P_{\text{баз}}$ — цены текущего и базового года соответственно; $Q_{\text{тек}}$, $Q_{\text{баз}}$ — количества товара, входящего в набор, в текущем и базовом году соответственно.

Индекс Ласпейреса (ИПЦ) не учитывает эффект замещения сильно подорожавших товаров относительно более дешевыми и завышает рост уровня цен. Индекс Пааше учитывает эффект замещения, но не принимает во внимание снижение уровня благосостояния, вызванное подорожанием. Поэтому индекс Пааше занижает рост уровня цен.

Для более адекватного отражения динамики уровня цен рассчитывается *индекс Фишера*:

$$I_p = \sqrt{I_L I_p}, \quad (2.5)$$

2.3 Источники макроэкономической нестабильности: инфляция и безработица

Рассмотрим понятие «Безработица» с точки зрения макроэкономики. Схематическое изображение распределения населения по различным категориям показано на рис. 2.1.

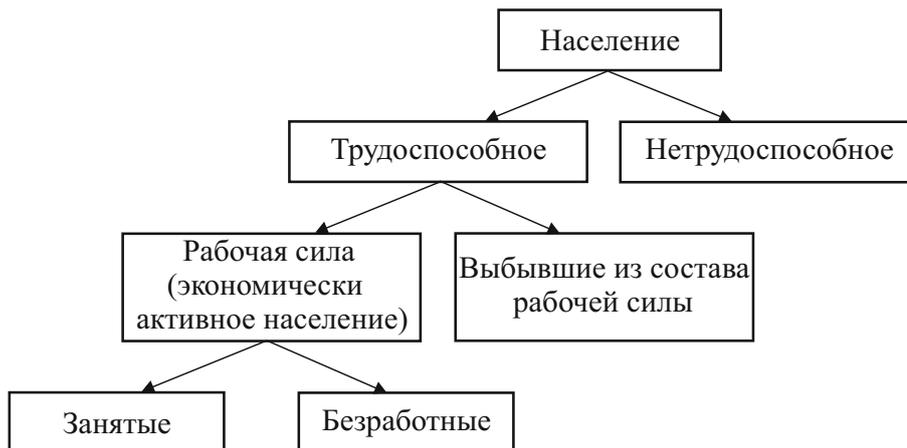


Рис. 2.1 – Рабочая сила, занятые и безработные



Трудоспособное население — население трудоспособного возраста, который устанавливается законодательно (в России: для женщин — от 16 до 55 лет, для мужчин — от 16 до 60 лет).



Нетрудоспособное население — население нетрудоспособного возраста (дети и пенсионеры), а также инвалиды и лица, длительно находящиеся в институциональных учреждениях (тюрьмах, исправительных колониях, психиатрических больницах и т. п.).



Выбывшие из состава рабочей силы — трудоспособное население, не имеющее работы и активно ее не ищущее (например, студенты, домохозяйки, а также те, кто отчаялся найти работу и прекратил ее поиски).



Рабочая сила — это совокупность занятых и безработных.



.....
Занятые — население, которое имеет работу или работает
неполный рабочий день.
.....



.....
Безработные — трудоспособное население, которое не работает,
но ищет работу.
.....

Безработица бывает явная и скрытая.

Явная безработица связана с наличием трудоспособных людей, которые не работают, но ищут работу и зарегистрированы на бирже труда и потому учитываются официальной статистикой.

Скрытая безработица обусловлена наличием:

- а) трудоспособных людей, которые не работают, ищут работу, но не регистрируются на бирже труда и потому не учитываются официальной статистикой;
- б) «безработицы на работе», т. е. реального отсутствия производственных функций формально занятого работника (например, находящегося в вынужденном отпуске без сохранения заработной платы);
- в) трудоспособных людей, которые работают неполный рабочий день или неполную рабочую неделю.

Фактическая безработица представляет собой сумму явной и скрытой безработицы, но ввиду трудностей с выявлением и оценкой скрытой безработицы под фактической безработицей обычно понимается явная (зарегистрированная) безработица.



.....
Уровень безработицы — доля безработной части рабочей силы,
выраженная в процентах:
.....

$$u = \frac{U}{L} \cdot 100\% = \frac{U}{E + U} \cdot 100\%, \quad (2.6)$$

где u — уровень безработицы; U — количество безработных; E — количество занятых; $L = E + U$ — количество людей, входящих в состав рабочей силы.
.....



.....
Уровень занятости — доля занятых в составе рабочей силы, выраженная в процентах:

$$e = \frac{E}{L} \cdot 100\% = \frac{E}{E + U} \cdot 100\% = 1 - u, \quad (2.7)$$

где e — уровень занятости.

Виды безработицы:

1) *Естественная безработица*:

- *фрикционная* — связана с поиском и ожиданием работы;
- *структурная* — связана с технологическими сдвигами в производстве, изменяющими структуру спроса на рабочую силу.

2) *Вынужденная (циклическая) безработица* — связана с циклическим спадом в экономике, в период экономического подъема отсутствует.



.....
Естественный уровень безработицы — уровень безработицы при полной занятости ресурсов, соответствует потенциальному ВВП. Он включает фрикционную и структурную безработицу.

Фактический уровень безработицы включает естественную и вынужденную безработицу:

$$\begin{aligned} \text{Фактическая безработица} &= \text{Естественная безработица} + \\ &+ \text{Вынужденная (циклическая) безработица} = \text{Фрикционная безработица} + \\ &+ \text{Структурная безработица} + \text{Вынужденная безработица}. \end{aligned}$$

Экономическими издержками безработицы является отставание (отклонение) фактического объема ВВП от потенциального.

Закон Оукена связывает колебания уровня безработицы с колебаниями ВВП: увеличение отклонения фактического ВВП от потенциального на $\beta\%$ сопровождается увеличением фактического уровня безработицы по сравнению с естественным на один процентный пункт.

Формула Оукена:

$$\frac{Y - Y_f}{Y_f} = \beta(u - u_f), \quad (2.8)$$

где Y — фактический ВВП; Y_f — потенциальный ВВП; u — фактический уровень безработицы; u_f — естественный уровень безработицы; β — коэффициент Оукена, измеряет чувствительность ВВП к изменению циклической безработицы; определяется эмпирически и различен в разных странах, но всегда больше единицы, т. е. $\beta > 1$.



.....
В свою очередь, **инфляция** — процесс длительного и устойчивого (обычно длящегося не менее года) обесценения денег, вызванного снижением их относительной стоимости по сравнению с товарной массой. Различают открытую и скрытую инфляцию.
.....



.....
Открытая инфляция — процесс обесценения денег, проявляющийся через устойчивую и длительную тенденцию к повышению общего уровня цен, причем отдельные цены поднимаются неравномерно и на некоторые товары могут даже опускаться.
.....



.....
Показатель открытой инфляции (уровень инфляции) — темп прироста общего уровня цен, измеряемого обычно как дефлятор ВВП (в России же чаще как ИПЦ):

$$\pi = \frac{P - P_{-1}}{P_{-1}} \cdot 100\%, \quad (2.9)$$

где P — уровень цен в текущем периоде; P_{-1} — уровень цен в прошлом периоде.
.....



.....
Скрытая инфляция — процесс обесценения денег, не сопровождающийся повышением общего уровня цен (например, если они фиксированы государством) и потому имеющий другие проявления, например возникновение дефицитов.
.....

Источники инфляции:

- 1) **Инфляция спроса** возникает в условиях, близких к полной занятости ресурсов, в случае если рост уровня цен происходит в результате увеличения совокупного спроса.
- 2) **Инфляция издержек** возникает в результате факторов, вызывающих рост издержек производства и, следовательно, снижение совокупного предложения. К числу этих факторов относятся:
 - повышение номинальной зарплаты, не подкрепленное ростом производительности труда;
 - повышение налогов;
 - рост цен на ресурсы.

Экономические последствия инфляции:

- снижение реальных доходов;

- перераспределение богатства;
- появление инфляционного налога.

Экономические издержки инфляции:

- потери эффективности на микроуровне;
- нарушение Парето — оптимального распределения ресурсов.



Выводы

Взаимосвязь инфляции и безработицы состоит в том, что рост темпов инфляции сопровождается снижением уровня безработицы, и наоборот.

Дилемма государственной экономической политики: низкий уровень безработицы при высокой инфляции или высокий уровень безработицы при низком уровне инфляции.

Следовательно, удерживать экономику на уровне безработицы ниже естественного можно только путем постоянных неожиданных денежных вливаний, приводящих к ускорению инфляции. При прекращении вливаний экономика возвращается к естественному уровню безработицы. Поэтому в долгосрочном периоде экономика устойчиво находится на уровне естественной нормы безработицы, которая может сочетаться с любым темпом инфляции.

Государственная политика, направленная на сокращение безработицы в краткосрочном периоде, действительно способствует снижению уровня безработицы при росте уровня инфляции, но только в том случае, когда она осуществляется неожиданным образом. Однако достигнутое таким образом расширение производства и занятости будет временным и в долгосрочном периоде неизбежно выльется только в повышение цен. Ожидаемые же мероприятия стимулирующей политики не оказывают даже краткосрочного воздействия на производство и занятость [9].

Для снижения инфляции необходима рестрикционная (сдерживающая) экономическая политика. Неизбежным следствием такой политики является рост уровня безработицы в краткосрочном периоде.

Если рассматривать взаимосвязь инфляции и безработицы с позиции теории рациональных ожиданий, то приведенные выше выводы приобретают несколько иной характер.



***Рациональные ожидания** — способ прогнозирования будущей экономической конъюнктуры, при котором экономические субъекты строят свои прогнозы, основываясь на всей доступной им информации.*

Ожидаемое значение инфляции — это значение, представляющееся наиболее вероятным на основе всей доступной экономическому субъекту информации. Предпо-

лагается, что хозяйствующие субъекты полностью информированы обо всех событиях в экономике и полностью предвидят их последствия, равно как и последствия своих собственных действий, поэтому их поведение рационально.

Реакция экономики на увеличение предложения денег будет аналогичной той, которая изложена выше. Разница заключается в том, что для сокращения безработицы ниже естественного значения и дальнейшего поддержания ее на этом уровне все денежные вливания должны быть не неожиданными, а *непредсказуемыми* даже с учетом всей имеющейся информации.



Выводы

Таким образом, согласно теории рациональных ожиданий, изменение уровня цен, полностью соответствующее ожидаемым, не меняет величину совокупного выпуска, и он остается равным потенциальному.

Фактическая инфляция может отклоняться от ожидаемой в результате непредсказуемых событий только на случайную величину. Из-за непредвиденных колебаний спроса и предложения не соответствующие ожиданиям «сюрпризы уровня цен» вызывают краткосрочные колебания реального объема выпуска, но в долгосрочном периоде экономика возвращается к своему потенциалу.

Любая предсказуемая экономическая политика оказывается неэффективной с точки зрения воздействия на занятость и объем производства, поскольку результатом ее является исключительно изменение общего уровня цен.

Заранее объявленные, а следовательно, предсказуемые мероприятия рестрикционной (сдерживающей) экономической политики позволяют снизить инфляцию без сокращения объема производства и занятости.

2.4 Регулирование макроэкономического равновесия на рынке товаров и услуг. Фискальная политика

Главной целью государственной экономической политики является *поддержание экономики в состоянии полной занятости*. Это гарантирует отсутствие безработицы и инфляции.

Задача государственной экономической политики *в период экономического спада* — добиться увеличения объема производства до потенциального уровня и достижения полной занятости посредством увеличения планируемых расходов [10].

Государственная экономическая политика, направленная на увеличение объема производства и занятости, называется *стимулирующей*, или *расширительной*. Такая политика проводится во время экономического спада.

Задача государственной экономической политики *в период экономического подъема* — добиться снижения объема производства до потенциального уровня и устранения избыточной занятости путем сокращения планируемых расходов.

Государственная экономическая политика, направленная на сокращение объема производства и занятости, называется *сдерживающей*, или *рестрикционной*. Такая политика проводится во время экономического подъема.



.....
Фискальная (бюджетно-налоговая) политика — разновидность государственной экономической политики, представляющая собой манипулирование государственным бюджетом, его доходами и расходами для достижения макроэкономического равновесия на уровне полной занятости при отсутствии инфляции.



.....
Государственный бюджет — совокупность доходов и расходов правительства за определенный период времени (обычно за так называемый бюджетный год, который по длительности равен календарному, но не всегда совпадает с ним).



.....
Дискреционная фискальная политика — проводимое по решению правительства изменение доходов и расходов государственного бюджета с целью достижения макроэкономического равновесия на уровне полной занятости при отсутствии инфляции.

Основные инструменты дискреционной фискальной политики:

- 1) Изменение объема государственных закупок товаров и услуг (G).
- 2) Изменение суммы подоходного налогообложения (T).

Изменение объема государственных закупок товаров и услуг

В период *экономического спада* с целью увеличения объема производства и занятости производится увеличение государственных закупок товаров и услуг. Тогда величина планируемых расходов увеличивается на величину прироста государственных закупок товаров и услуг ΔG .

При этом объем производства и совокупный доход увеличиваются больше чем на ΔG благодаря *эффекту мультипликатора государственных закупок*.

В период *экономического подъема* с целью снижения объема производства и занятости производится уменьшение государственных закупок товаров и услуг. Тогда величина планируемых расходов снижается на величину сокращения государственных закупок товаров и услуг ΔG . При этом объем производства и совокупный доход сокращаются больше чем на ΔG благодаря *эффекту мультипликатора*.

Изменение суммы подоходного налогообложения

При наличии подоходного налогообложения располагаемый доход, идущий на потребительские расходы и сбережения, становится меньше совокупного дохода на сумму собранных налогов: $Y_d = Y - T$.

Тогда потребительская функция принимает вид: $C = a + MPC \cdot (Y - T)$.

В период *экономического спада* с целью увеличения объема производства и занятости производится сокращение объема подоходного налогообложения. При этом располагаемый доход домохозяйств возрастает, и увеличивается их потребительский спрос. Тогда объем планируемых расходов возрастет, и объем производства, и совокупный доход тоже увеличиваются, причем больше чем на величину сокращения налогов благодаря действию *налогового мультипликатора*.

В период *экономического подъема* с целью снижения объема выпуска и занятости производится увеличение объема подоходного налогообложения. Тогда объем планируемых расходов снизится на $\Delta T \cdot MPC$. При этом объем производства и совокупный доход сокращаются больше чем на ΔT благодаря действию *налогового мультипликатора*. Сводная информация по инструментам фискальной политики представлена в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Инструменты фискальной политики

Состояние экономики	Вид фискальной политики	Изменение объема государственных закупок	Изменение объема подоходного налогообложения
Экономический спад	Стимулирующая	Увеличение	Сокращение
Экономический подъем	Сдерживающая	Сокращение	Увеличение



.....
Комбинированная фискальная политика — дискреционная фискальная политика, представляющая собой применение обоих инструментов одновременно. Проведение такой фискальной политики может привести к образованию несбалансированности (ненулевому сальдо) государственного бюджета.



.....
Сальдо государственного бюджета — разница между суммой доходов и суммой расходов правительства.

Если в бюджетном году расходы правительства превышали его доходы, то говорят, что государственный бюджет сведен с *отрицательным сальдо*, или имеет место *дефицит государственного бюджета* (бюджетный дефицит).

Если в бюджетном году расходы правительства были меньше его доходов, то говорят, что государственный бюджет сведен с *положительным сальдо*, или имеет место *профицит государственного бюджета* (бюджетный излишек).

Если в бюджетном году расходы правительства были равны его доходам, то говорят, что государственный бюджет сведен *с нулевым сальдо*, или имеет место *сбалансированный государственный бюджет*.

Комбинируемая фискальная политика и проблема сбалансированности бюджета

В период экономического *спада* комбинируемая стимулирующая фискальная политика заключается в одновременном увеличении государственных закупок товаров и услуг и сокращении объема подоходного налогообложения, т. е. сводится к росту расходов и снижению доходов государственного бюджета. При этом образуется бюджетный *дефицит*. Следует ли его избегать?

Предположим, что правительство желает стимулировать рост объема производства и занятости посредством увеличения государственных закупок, избегая при этом образования бюджетного дефицита. Тогда необходимо следовать правилу $\Delta G = \Delta T$.

В таком случае соблюдение правила сбалансированности бюджета резко снижает эффективность политики государственных расходов.



Выводы

Во время экономического спада комбинируемая фискальная политика будет тем эффективней, чем большим бюджетным дефицитом она будет сопровождаться.

Способы финансирования бюджетного дефицита

Существуют следующие способы финансирования бюджетного дефицита:

- эмиссионное финансирование;
- долговое финансирование.



Эмиссионное финансирование — заем денег у центрального банка. Положительная сторона — не сокращает экономическую активность частного сектора; отрицательная сторона — связан с увеличением денежной массы и потому является потенциальным источником инфляции. Поэтому такой способ финансирования бюджетного дефицита называют также инфляционным.



.....
Долговое финансирование — заем денег у населения путем выпуска облигаций государственного займа. Положительная сторона — отсутствие потребности в дополнительной эмиссии денег. Поэтому такой способ финансирования бюджетного дефицита называют также *неинфляционным*; отрицательная сторона — сокращение экономической активности частного сектора.
.....

При наличии налогов совокупный доход, заработанный домашними хозяйствами, направляется ими на уплату налогов, потребительские расходы и сбережения:

$$Y = Y_d + T = C + S + T.$$

Следует заметить, что в условиях равновесия совокупный доход равен сумме планируемых расходов:

$$Y = C + I + G,$$

отсюда

$$C + S + T = C + I + G,$$

или

$$S = I + (G - T) = I + \text{Дефицит государственного бюджета.}$$

При наличии дефицита государственного бюджета для его финансирования правительство занимает средства из того же источника, что и частные предприниматели, — из сбережений домохозяйств. Поэтому все дополнительные сбережения, возникшие в результате роста совокупного дохода при проведении стимулирующей фискальной политики, пойдут на оплату возникающего при этом бюджетного дефицита, вместо того чтобы быть направленными на расширение инвестиционной активности частного сектора [8].

Аналогично в период *экономического подъема* комбинированная стимулирующая фискальная политика заключается в одновременном сокращении государственных закупок товаров и услуг и увеличении объема подоходного налогообложения, т. е. сводится к росту расходов и снижению доходов государственного бюджета. При этом образуется *бюджетный излишек*.



..... **Выводы**

Во время экономического подъема комбинированная фискальная политика будет тем эффективней, чем большим бюджетным излишком она будет сопровождаться.
.....



.....

Недискреционная фискальная политика (система встроенных стабилизаторов) — фискальное законодательство, сформулированное таким образом, чтобы автоматически смягчать колебания совокупного выпуска и занятости. Его цель — встроить в экономику механизмы, которые влияют следующим образом:

- а) ослабляют колебания производства и занятости;
 - б) без специальных правительственных решений оказывают при наступлении спада стимулирующее фискальное воздействие на экономическую конъюнктуру (путем увеличения бюджетного дефицита), а во время подъема — сдерживающее (путем увеличения бюджетного излишка).
-

Основная задача недискреционной политики — ослабить колебания совокупного спроса и дохода (тогда как задача дискреционной политики — устранить негативные последствия этих колебаний).

Наиболее широко распространенные виды встроенных стабилизаторов:

- 1) Система прогрессивного налогообложения доходов домохозяйств.
- 2) Система пособий по безработице.
- 3) Поощряемая правительством система участия наемных работников в прибылях.
- 4) Система фиксированных дивидендов и др.

Подходное налогообложение в качестве встроенного стабилизатора



.....

Ставка налога (налоговая ставка) $t = \frac{T}{Y}$ — доля налоговых отчислений T в общем объеме налогооблагаемого дохода.

.....

- Если по мере роста дохода налоговая ставка увеличивается, то такой налог называется *прогрессивным*.
- Если по мере роста дохода налоговая ставка уменьшается, то такой налог называется *регрессивным*. В России примером регрессивного налога служит любой косвенный налог (НДС, пошлины, акцизы и т. п.).
- Если при любом значении дохода налоговая ставка остается неизменной, то такой налог называется *пропорциональным*. В России примером пропорционального налога служит налог на прибыль.

Стабилизирующее воздействие подоходного налогообложения

Поскольку при пропорциональном налогообложении налоговая ставка постоянна и не зависит от размера дохода, то формула, описывающая зависимость объема налоговых отчислений от дохода, выглядит следующим образом: $T = t \cdot Y$.

Во время экономического спада, когда совокупный доход Y снижается, сумма налоговых отчислений tY автоматически сокращается. Это оказывает стимулирующее действие на экономику без специальных решений правительства. Аналогично, во время экономического подъема, когда совокупный доход Y чрезмерно увеличивается, сумма налоговых отчислений tY автоматически возрастает, что воздействует на экономическую конъюнктуру сдерживающим образом без специальных решений правительства.

Еще более эффективным встроенным стабилизатором является *прогрессивное налогообложение*, поскольку в этом случае во время спада налоговая ставка снижается, а во время подъема — увеличивается. В результате колебания располагаемого дохода будут не такими сильными, как колебания совокупного дохода. Колебания потребительских расходов будут, таким образом, смягчены [10]. Сравнение изменения совокупного дохода при наличии или отсутствии встроенных стабилизаторов представлено на рисунке ниже.

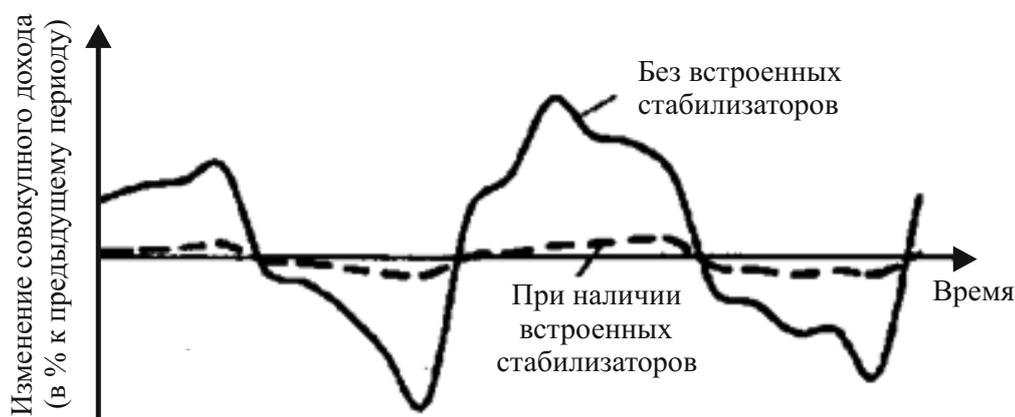


Рис. 2.2 – Результат смягчения колебаний совокупного дохода, вызванных колебаниями инвестиционного спроса, с помощью системы встроенных стабилизаторов

2.5 Кредитно-финансовая система современной экономики. Денежно-кредитная политика

С институциональной точки зрения современная кредитная система представляет собой комплекс финансовых учреждений, активно используемых государством в целях регулирования экономики.

Главнейшая функция кредитной системы — мобилизация свободных денежных средств и их использование в экономике страны.

Основой кредитно-финансовой системы являются деньги и денежное обращение. Деньги выступают в качестве [8]:

- средства обращения (средства обмена) — они представляют собой форму товара, используемого при совершении сделок;
- универсальной меры стоимости (счетная единица) — они дают возможность регистрировать цены и другие экономические параметры;
- средства сохранения стоимости (*средство накопления*) — они обеспечивают возможность переноса покупательной способности из настоящего в будущее.

Современные деньги подразделяют на *наличные* и *кредитные* (рис. 2.3).

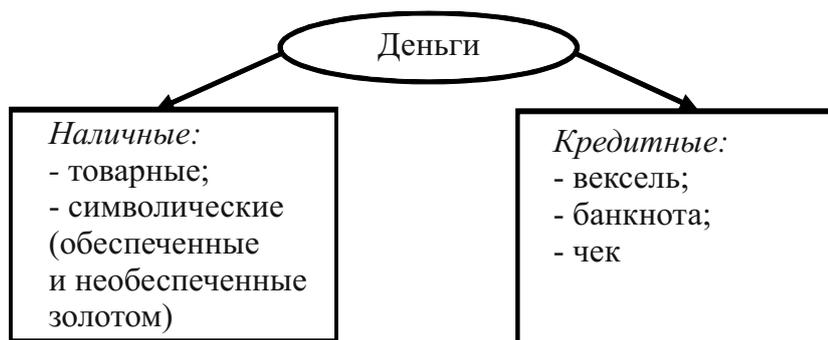


Рис. 2.3 – Разновидности денег



.....
Наличные деньги — законное платежное средство; в современной экономике имеют форму бумажных денег и монет, выпускаемых центральным банком страны.

В современной развитой рыночной экономике существует много других финансовых активов, которые могут выполнять функции денег с разной степенью эффективности и надежности. Различная комбинация этих активов получила название *агрегатов денежной массы*, или *денежных агрегатов*.



.....
Денежные агрегаты — различные показатели объема денежной массы, используемые центральным банком страны.

Критерием включения того или иного актива в определенный денежный агрегат является ликвидность этого актива.



.....
Ликвидность — относительная легкость и быстрота, с которой финансовый актив выполняет функцию платежного средства.

Чем выше транзакционные издержки, связанные с приобретением товаров и услуг с помощью данного финансового актива, тем ниже ликвидность этого актива.

- В денежный агрегат $M1$ включаются активы, которые в любое время без всяких ограничений могут быть использованы в качестве платежного средства, т. е. обменивающиеся на товары и услуги с нулевыми транзакционными издержками. Такие активы называются *абсолютно ликвидными* (доходность абсолютно ликвидных активов тоже равна нулю):

$$M1 = \text{Наличные деньги в обращении} + \text{Чековые депозиты.}$$

- В денежный агрегат $M2$, помимо активов, входящих в $M1$, включаются другие активы, которые менее ликвидны и потому называются *«почти деньги»*. Пониженная ликвидность таких активов связана с тем, что они не могут быть напрямую использованы для оплаты товаров и услуг из-за различных ограничений (наличие оговоренных сроков вклада и др.). Поскольку неабсолютная ликвидность означает, что владельцу подобного рода активов при покупке товаров и услуг придется понести транзакционные издержки (в виде потерянных процентов, штрафа за досрочное изъятие денег со счета, затрат времени и т. п.), то в качестве компенсации за пониженную ликвидность по таким активам платится доход в виде процента:

$$M2 = M1 + \text{Сберегательные вклады} + \text{Срочные вклады.}$$

- Точно так же строятся и более крупные денежные агрегаты ($M3$ и т. д.). Количество агрегатов произвольно определяется центральным банком. Так, в ФРГ и Японии рассчитываются два агрегата, в Великобритании — три, в США и в России — четыре.

Принципы построения денежных агрегатов:

- 1) Каждый последующий агрегат включает в себя все предыдущие плюс еще некоторую группу активов (рис. 2.4).

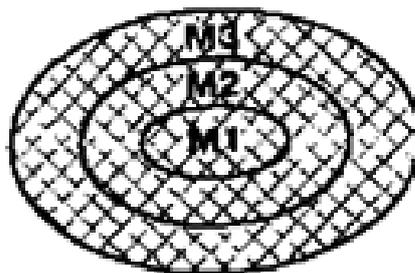


Рис. 2.4 – Принцип построения денежных агрегатов

- 2) По мере продвижения от агрегата с меньшим индексом к агрегату с большим индексом средняя ликвидность входящих в него активов убывает, поскольку продвижение от менее крупного агрегата к более крупному означает последовательное включение в денежную массу все менее ликвидных активов.
- 3) По мере продвижения от агрегата с меньшим индексом к агрегату с большим индексом средняя доходность входящих в него активов возрастает,

поскольку чем ниже ликвидность актива, тем выше должна быть компенсация в виде процентного дохода. Поэтому продвижение от менее крупного агрегата к более крупному означает последовательное включение в денежную массу все более доходных активов (рис. 2.5).



Рис. 2.5 – Сравнительная доходность и ликвидность денежных агрегатов

В современной кредитной системе выделяют три основных звена:

- 1) Центральный банк.
- 2) Коммерческие банки.
- 3) Специализированные кредитно-финансовые институты (пенсионные фонды, страховые компании, взаимные фонды и т. п.).

Главенствующее положение в кредитной системе занимает ЦБ. Большинство ЦБ различных стран находятся в собственности государства. Но некоторые ЦБ до сих пор существуют на основе смешанной государственно-частной собственности (например, ФРС США).



.....
Центральный банк — главный банк страны, ответственный за проведение денежно-кредитной политики. Он не ставит целью своей деятельности получение прибыли и не оказывает банковских услуг ни физическим лицам, ни небанковским учреждениям.

Основные функции центрального банка:

- 1) Эмиссия наличных денег.
- 2) Хранение золотовалютных резервов.
- 3) Банкир правительства: открывает вклады правительству (Казначейству); выдает ссуды правительству (Казначейству).
- 4) Банкир банков: открывает вклады коммерческим банкам и другим депозитным учреждениям; хранит фонды банковских резервов и других кредитных учреждений; выдает ссуды коммерческим банкам и другим депозитным учреждениям; проводит расчеты и переводные операции.
- 5) Контроль и надзор за деятельностью коммерческих банков.
- 6) Проведение денежно-кредитной политики.

Выполняя функции эмиссионного центра, центральный банк осуществляет эмиссию законных платежных средств (банкнот), которые на современном этапе представляют собой долговые обязательства центрального банка, не имеющие золотого обеспечения. Эти банкноты образуют денежную базу экономики.



.....
Денежная база — общий запас наличных денег (банкнот и монет) в экономике. Также называется запасом денег повышенной мощности:

$$MB = Cur + Res,$$

где *MB* — денежная база; *Cur* — сумма наличных денег в обращении; *Res* — сумма резервов банковской системы.
.....



.....
Наличные деньги в обращении (*Cur*) — общая сумма наличных денег, которую население хранит вне банковской системы. Также называются кассовыми (или денежными) остатками.
.....



.....
Резервы (*Res*) — наличные деньги, хранящиеся внутри банковской системы.
.....

Наряду с фискальной денежно-кредитная политика является важнейшим инструментом государственного регулирования экономики. В отличие от фискальной политики, которая проводится правительством и воздействует на равновесие рынка товаров и услуг, денежно-кредитную политику проводит центральный банк, и она влияет на равновесие рынка денег.



.....
Денежно-кредитная политика — совокупность монетарных мероприятий, с помощью которых центральный банк воздействует на параметры равновесия денежного рынка — предложение денег и процентную ставку.
.....

Основными инструментами денежно-кредитной политики являются:

- 1) *Изменение нормы обязательного минимального резервирования вкладов*

При сокращении нормы обязательного минимального резервирования вкладов часть фонда обязательных резервов возвращается обратно в коммерческие банки, превращаясь в дополнительные избыточные резервы. Денежная база при этом не изменяется, но предложение денег увеличится за счет двух факторов:

- а) высвободившиеся из обязательного резервного фонда средства могут быть использованы банками для выдачи дополнительных ссуд;

б) дополнительные ссуды приведут к мультипликационному расширению вкладов.

Сокращение нормы минимального резервирования вкладов высвобождает часть резервов коммерческих банков и приводит к увеличению предложения денег за счет роста величины денежного мультипликатора при прежнем объеме денежной базы (рис. 2.6).

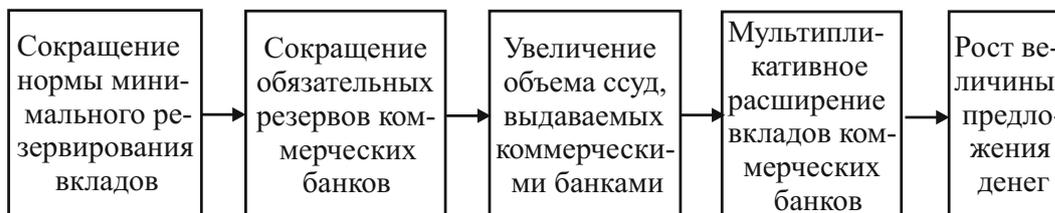


Рис. 2.6 – Влияние снижения нормы минимального резервирования вкладов на величину предложения денег

При повышении нормы обязательного минимального резервирования вкладов банки обязаны увеличить объем своего фонда обязательных резервов за счет сокращения избыточных резервов. Денежная база при этом не изменяется, но предложение денег сократится за счет двух факторов:

- Дополнительные средства для перечисления в фонд обязательных резервов банки скорее всего возьмут из фонда избыточных резервов. Следовательно, при возврате очередной ссуды банк не станет снова выдавать эти деньги в кредит, а использует их для пополнения своих избыточных резервов. Банки также могут прибегнуть к досрочному отзыву части выданных ссуд для пополнения своего резервного фонда. В результате резервный фонд банковской системы возрастет за счет сокращения объема выдаваемых ссуд.
- Снижение объема ссуд приведет к мультипликативному сокращению вкладов, поскольку средства, предназначенные для погашения взятых кредитов, лишь частично хранятся заемщиками в наличной форме, а большей частью аккумулируются на банковских счетах. Размер этих накоплений определяется коэффициентом «наличность–депозиты».

Повышение нормы минимального резервирования вкладов связывает часть выданных ссуд в виде дополнительных резервов коммерческих банков и приводит к сокращению предложения денег за счет снижения величины денежного мультипликатора при прежнем объеме денежной базы (рис. 2.7).

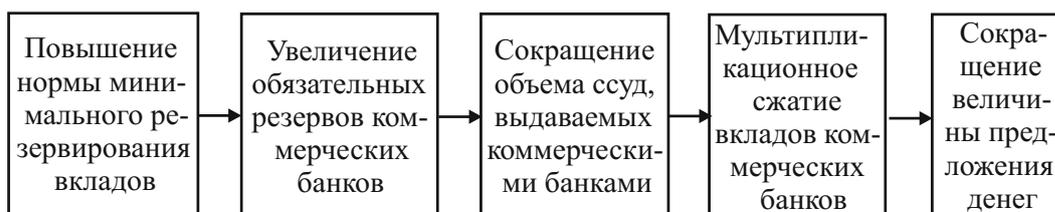


Рис. 2.7 – Влияние увеличения нормы минимального резервирования вкладов на величину предложения денег

2) *Изменение ставки рефинансирования*

Выполняя свою функцию банкира банков, центральный банк может выдавать кредиты коммерческим банкам. Объем таких кредитов колеблется в зависимости от их цены, т. е. ставки процента по ссудам центрального банка, называемой ставкой рефинансирования.



.....
Ставка рефинансирования — та ставка процента, под которую центральный банк выдает кредиты коммерческим банкам. Ставка рефинансирования — российский термин. В США она называется учетной ставкой, в Великобритании — банковской ставкой.
.....

- При снижении ставки рефинансирования кредиты центрального банка становятся дешевле и делаются более доступными для коммерческих банков. Объем займов по ставке рефинансирования в центральном банке увеличивается, приводя к росту избыточных резервов коммерческих банков. Это означает *рост денежной базы*. Занятые у центрального банка средства могут быть использованы коммерческими банками для выдачи дополнительных ссуд, а дополнительные ссуды вызовут мультипликативное расширение вкладов. *Денежная масса увеличится*.

Снижение ставки рефинансирования центрального банка ведет к росту денежной базы в форме увеличения избыточных резервов коммерческих банков за счет дополнительных заимствований у центрального банка. Ссудный потенциал банковской системы растет, объем выдаваемых коммерческими банками ссуд увеличивается и приводит к мультипликационному расширению вкладов и росту предложения денег (рис. 2.8).

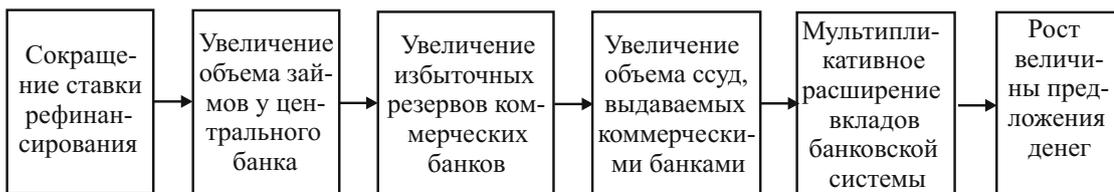


Рис. 2.8 – Влияние снижения ставки рефинансирования на величину предложения денег

- При повышении ставки рефинансирования ссуды центрального банка становятся дороже, и часть возвращенных коммерческими банками кредитов не будут снова отданы в ссуду. Объем займов по ставке рефинансирования в центральном банке сократится, и часть банков не получит запланированных средств для пополнения избыточных резервов. Тогда банкам придется пополнять избыточные резервы за счет внутренних источников. С этой целью часть ссуд будет отозвана или по возвращении не выдана снова в кредит. Это приведет к мультипликативному сокращению вкладов банковской системой и *уменьшению предложения денег*.

Повышение ставки рефинансирования центрального банка ведет к сокращению той части избыточных резервов коммерческих банков, которая поддерживается за счет заимствований у центрального банка. Ссудный потенциал банковской системы снизится, объем выдаваемых коммерческими банками ссуд сократится и приведет к мультипликативному сокращению вкладов и уменьшению предложения денег (рис. 2.9).

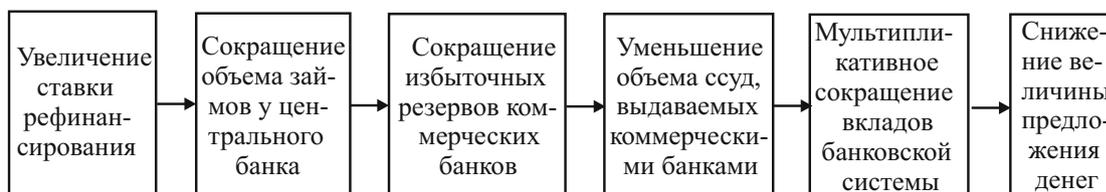


Рис. 2.9 – Влияние повышения ставки рефинансирования на величину предложения денег

В описанном виде механизм воздействия ставки рефинансирования на предложение денег работает только в тех странах, где займы, полученные у центрального банка страны, коммерческим банкам разрешено использовать для выдачи ссуд клиентам (как во многих развитых странах Западной Европы). В ряде же стран (например, в США) делать это запрещено законом, и ссуды центрального банка запрашиваются коммерческими банками исключительно в случае угрозы банкротства для расчета по обязательствам. В таких случаях говорят, что центральный банк выполняет функции *кредитора в последней инстанции*. Объем таких кредитов обычно незначителен и не влияет сколько-нибудь всерьез на величину предложения денег. Ставка рефинансирования в таких странах выполняет скорее функцию индикатора для межбанковского рынка кредитов. Ставка процента по межбанковским ссудам колеблется обычно синхронно со ставкой рефинансирования, и последняя регулирует не столько объем кредитов самого центрального банка, сколько косвенно объем межбанковских займов.

3) Операции на открытом рынке



.....
Операции на открытом рынке — это операции центрального банка по купле-продаже государственных облигаций (долговых обязательств правительства) на вторичном рынке.

Выполняя функцию банкира правительства, центральный банк выдает правительству ссуды и потому является крупнейшим держателем государственных облигаций. Краткосрочные облигации используются им для проведения операций на открытом рынке, представляющем собой вторичный рынок государственных долговых обязательств. В странах с развитой рыночной экономикой это основной инструмент денежно-кредитной политики. Операции на открытом рынке позволяют быстро изменить объем денежной массы, в отличие от прочих инструментов, которые носят скорее среднесрочный характер. Проведение таких операций опирается на мощную инфраструктуру, и объем сделок центрального банка на открытом рынке очень велик [7].

- При покупке пакета государственных ценных бумаг центральный банк предъявляет на них дополнительный спрос на вторичном рынке. При этом текущая рыночная цена этих облигаций увеличивается, а их текущая доходность уменьшается. Привлекательность этих ценных бумаг снижается, и центральному банку нетрудно будет найти желающих их продать. За купленные ценные бумаги центральный банк расплатится с населением наличными деньгами, которые частично останутся в обращении в виде кассовых остатков, а частично будут внесены на счета до востребования в коммерческих банках. Пропорция зависит от значения коэффициента «наличность–депозиты».

В результате денежная база увеличивается на величину рыночной стоимости купленного центральным банком пакета государственных облигаций. Рост же избыточных резервов коммерческих банков позволит им увеличить объем выдаваемых ссуд и вызовет мультипликационное расширение вкладов и *рост денежной массы*.

Следовательно, скупка центральным банком государственных ценных бумаг ведет к росту денежной базы на сумму покупки благодаря увеличению кассовых остатков и избыточных резервов коммерческих банков. Ссудный потенциал банковской системы расширится, объем выдаваемых коммерческими банками ссуд увеличится и приведет к мультипликативному расширению вкладов и росту денежной массы (рис. 2.10).

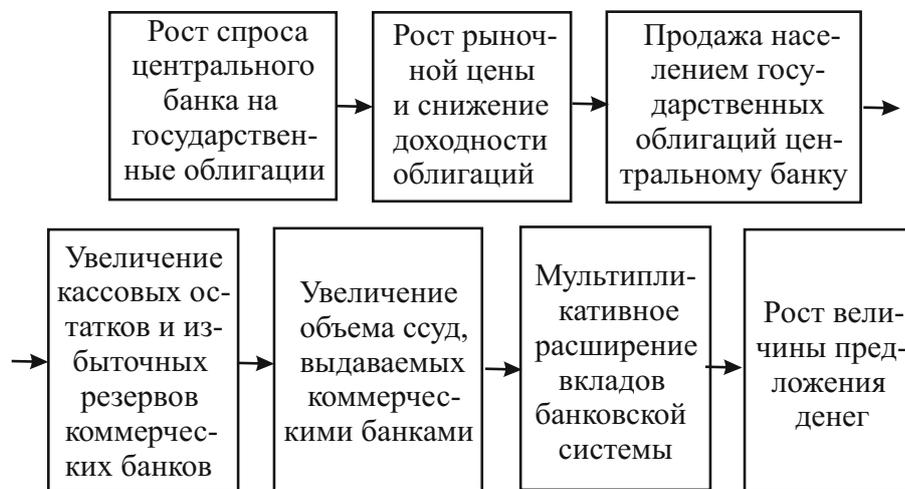


Рис. 2.10 – Влияние покупки центральным банком государственных ценных бумаг на открытом рынке на величину предложения денег

- При продаже дополнительного пакета государственных ценных бумаг центральный банк предлагает их на вторичном рынке, тем самым увеличивая их предложение. При этом текущая рыночная цена данных облигаций снижается, а их текущая доходность увеличивается. Привлекательность этих ценных бумаг повышается, и центральному банку нетрудно будет найти желающих их купить. За приобретенные ценные бумаги население частично расплачивается из своих кассовых остатков, а частично — деньгами, снятыми со счетов до востребования в коммерческих банках. Пропорция зависит от значения коэффициента «наличность–депозиты».

Полученные центральным банком деньги выводятся им из обращения, и, таким образом, *денежная база уменьшается* на величину рыночной стоимости проданного пакета государственных облигаций. Сокращение же избыточных резервов коммерческих банков приводит к уменьшению объемов выдаваемых ими ссуд и вызывает *мультипликационное сжатие денежной массы*.

Следовательно, продажа центральным банком государственных ценных бумаг ведет к сокращению денежной базы на сумму продажи за счет сокращения кассовых остатков и избыточных резервов коммерческих банков. Ссудный потенциал банковской системы снизится, объем выдаваемых коммерческими банками ссуд сократится и приведет к мультипликационному сокращению вкладов (рис. 2.11).



Рис. 2.11 – Влияние продажи центральным банком государственных ценных бумаг на открытом рынке на величину предложения денег

4) Эмиссия и принудительное изъятие денег из обращения

Эмиссия наличных денег приводит к расширению денежной базы и мультипликационному расширению денежной массы. Ее воздействие рассматривалось в разделе «Предложение денег».

Обратное влияние на денежную базу и денежную массу оказывает принудительное изъятие центральным банком наличных денег из обращения.

Способы принудительного изъятия денег из обращения:

- замена денежных знаков в ограниченных масштабах;
- прекращение хождения денежных знаков с ограниченным обменом их на новые;
- деноминация денежных знаков, не сопровождающаяся адекватным снижением цен, и т. п.

Эти инструменты редко используются современными центральными банками.

Основными целями денежно-кредитной политики ЦБ являются:

- устойчивый экономический рост (рост ВВП),
- низкий уровень безработицы,
- стабильные цены (низкий уровень инфляции).



.....
Стимулирующая денежно-кредитная политика — денежно-кредитная политика, направленная на увеличение денежной массы.



.....
Сдерживающая денежно-кредитная политика — денежно-кредитная политика, направленная на сокращение денежной массы.

Способы проведения денежно-кредитной политики представлены в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Способы проведения денежно-кредитной политики

Политика	Изменение нормы обязательных резервов	Изменение ставки рефинансирования	Операции на открытом рынке
Стимулирующая	Снижение	Снижение	Скупка государственных ценных бумаг
Сдерживающая	Увеличение	Увеличение	Продажа государственных ценных бумаг

Кроме того, в современной экономике существует понятие *экспансионистской денежной политики* (EXPANSIONARY POLICY, EASY MONEY POLICY) и *ограничительной денежной политики* (CONTRACTIONARY POLICY, TIGHT MONEY POLICY).

Экспансионистская денежная политика проводится на стадии спада экономики и имеет целью ее стимулирование. Она заключается в том, что банки снабжаются в избытке денежными ресурсами, которые могут быть использованы для недорогих кредитов, расширяющих потребительский спрос, а также инвестиции в бизнес. Для этой цели Центральный банк выкупает государственные ценные бумаги, увеличивая тем самым банковские денежные ресурсы; процентные ставки по банковским кредитам уменьшаются, растет сумма выдаваемых кредитов и объем денежной массы в обращении, что в итоге приводит к росту потребительского спроса.

В рамках экспансионистской политики государство также может осуществлять следующие действия: уменьшает налоги и увеличивает государственные расходы. Следовательно, увеличивается дефицит государственного бюджета или уменьшается его профицит.

Символически принято представлять эту последовательность взаимосвязей в виде цепочки:

Экспансионистская денежная политика:

Правительство: Гос. расходы ↑

 Налоги ↓

Центральный банк выкупает государственные ценные бумаги

Банковские резервы ↓
 Процентные ставки ↓
 ⇒

Банковские заимствования ↑ ⇒ Денежная масса ↑ ⇒ Спрос ↑

Вслед за такими действиями правительства и ЦБ, которые приведут к уменьшению процентных ставок и уменьшению основных макроэкономических показателей страны, следует ожидать и уменьшения валютного курса.

Ограничительная денежная политика проводится наверху бизнес-цикла, для того чтобы предотвратить перегрев экономики, который может привести к неконтролируемой инфляции и тяжелому спаду активности, переходящему в кризис. Своевременными мерами ЦБ стремится заранее ограничить рост, чтобы обеспечить плавное торможение и мягкий спад экономического цикла. Для этого осуществляется продажа государственных ценных бумаг, вследствие чего объем ресурсов банков падает, процентные ставки по кредитам растут, поскольку альтернативное вложение банковских средств дает высокую отдачу (процентные ставки по государственным облигациям высоки); объем кредитов падает из-за их дороговизны, приводя к торможению деловой активности, увеличивая безработицу и угнетая потребительский спрос.

Наряду с действиями ЦБ, в рамках рестрикционной политики государство осуществляет следующие действия: увеличивает налоги и уменьшает государственные расходы. Следовательно, уменьшается дефицит государственного бюджета или увеличивается его профицит.

Последовательность действий и реакций в этом случае выглядит следующим образом:

Ограничительная денежная политика:

Правительство: Гос. расходы ↓

Налоги ↑

Центральный банк продает государственные ценные бумаги

Банковские резервы ↑

Процентные ставки ↑

⇒

Банковские заимствования ↓ ⇒ Денежная масса ↓ ⇒ Спрос ↓

Вслед за такими действиями правительства и ЦБ, которые приведут к увеличению процентных ставок и увеличению основных макроэкономических показателей страны, следует ожидать и увеличения валютного курса.



.....
Контрольные вопросы по главе 2
.....

- 1) Назовите основные показатели системы национальных счетов?
- 2) Опишите основные показатели уровня цен.
- 3) Охарактеризуйте особенности процессов инфляции и безработицы.
- 4) Какими методами государство регулирует макроэкономическое равновесие на рынке товаров и услуг?
- 5) Что такое фискальная политика государства?
- 6) В чем заключаются особенности кредитно-финансовой системы современной экономики?
- 7) Основы денежно-кредитной политики.

Глава 3

ВВЕДЕНИЕ В ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

3.1 Необходимость фундаментального анализа

В современном мире все взаимосвязано. Экономическое состояние государств определяет их политический и экономический курс. Политические решения приводят к изменению соотношений сил в целых регионах. Ожидаемые и внезапные новости, а подчас и просто слова наделенных властью людей во многом определяют действия крупных государственных институтов и частных организаций. И, безусловно, все происходящее отражается на курсах валют и других финансовых активах. В этих условиях важнейшим элементом успеха на финансовых рынках становится умение производить качественную оценку того, какие факторы и каким образом повлияют на движение цен в долгосрочной или краткосрочной перспективе.

Говоря о фундаментальном анализе финансовых рынков, следует обратить внимание на то, что сам по себе фундаментальный анализ в его «классическом» понимании подразумевает, что изучаются «фундаментальные», глобальные, важные факторы, влияющие на экономику отдельных стран в долгосрочной перспективе. Очень важным оказывается умение определять важность тех или иных новостей, как ожидаемых, так и неожиданных [2].

С одной стороны, проводить фундаментальный анализ непросто. Одни и те же факторы оказывают в различных условиях неодинаковое значение на рынок или могут из незначительных стать решающими. Поэтому умение анализировать макроэкономическую статистику, знание закономерностей ее влияния на рынке позволяет прогнозировать движения финансовых активов (валют, акций, сырья) на несколько дней, недель и месяцев.

Другими словами, успех трейдера в проведении фундаментального анализа зависит от понимания законов финансовых рынков, умения сопоставлять между собой абсолютно несвязанные на первый взгляд события.

Существует три главных метода анализа финансовых и товарных рынков: фундаментальный анализ, технический анализ и интуитивный подход к анализу.

Фундаментальный анализ изучает движение цен под влиянием макроэкономических факторов. Он может способствовать определению рыночного тренда, однако для определения конкретного момента совершения сделки фундаментального анализа зачастую бывает недостаточно. В этом случае гораздо полезнее применять технический анализ [2].

Технический анализ основан на следующей гипотезе — рыночные цены учитывают все знания, желания и действия всех участников рынка, отражая их в своей динамике. В результате и цена, и объем включают в себя каждую сделку, совершенную многотысячной армией трейдеров.

Интуитивный (психологический) подход к анализу исповедуется небольшим числом трейдеров и, как правило, не приводит к долговременному успеху.



.....
 На практике рекомендуется использовать элементы всех 3 видов анализа. Это не конкурирующие, а взаимодополняющие друг друга инструменты, предназначенные помогать людям, принимающим инвестиционные решения.

Школа фундаментального анализа рынка возникла с развитием прикладной экономической науки. За свою основу она взяла знания о макроэкономической жизни общества и ее влиянии на динамику цен конкретных товаров. Например, знание погодных условий в Латинской Америке на текущий год может помочь рассчитать объемы производства кофе и соответственно динамику цен на кофе в этот период.

Стратегические инвесторы, осуществляющие долгосрочное инвестирование, основное внимание в своей работе уделяют именно фундаментальному анализу, хотя при этом они пропускают краткосрочные технические колебания цен.

Как видно из приведенных выше целей фундаментального и технического анализа, они не могут иметь одинаковую дальность взгляда. Первый дает возможность заглянуть в далекое будущее, а второй — только в самое ближайшее будущее.

Фундаментальный анализ обычно используется инвесторами, рассчитывающими на реализацию долгосрочных стратегий, зарабатывающими на многолетних тенденциях. Опытные спекулянты также используют фундаментальный анализ, реагируя на новости фундаментального характера. Среди последних можно выделить следующие группы новостей [11]:

- объявление макроэкономических индикаторов, отражающих состояние экономики страны;
- исследования аналитиков ведущих инвестиционных компаний или аналитических бюро (исследования могут касаться стран, отраслей, товарных рынков и конкретных компаний);
- корпоративные новости от акционерных компаний;
- политические события;
- природные явления.



.....

Фундаментальный анализ — один из методов анализа, нацеленный на прогнозирование изменения цены с точки зрения изучения политико-экономической ситуации в мире и в стране, экономической ситуации и общего состояния в отрасли, в конкретном эмитенте: его доходов, положения на рынке (в основном через показатель объема продаж), активов и пассивов, норм прибыли на собственный капитал и других показателей, характеризующих эффективность деятельности эмитента. Базой анализа являются балансы, отчеты о прибылях и убытках, другие материалы, публикуемые компанией.

.....

С помощью фундаментального анализа делается прогноз дохода, который определяет будущую стоимость акций и, следовательно, может повлиять на цену. Это является основой для разработки рекомендаций о целесообразности покупок и продаж.



.....

В узком смысле — **фундаментальный анализ** — анализ финансовой деятельности компании с целью адекватной оценки ценных бумаг, при этом особое внимание уделяется будущим доходам компании, ожидаемым дивидендам и будущим процентным ставкам, а так же оценка риска деятельности компании.

.....

Фундаментальные факторы оцениваются обычно с двух позиций:

- 1) с точки зрения влияния на официальную учетную ставку;
- 2) с точки зрения состояния национальной экономики страны.

В целом фундаментальный анализ выделяет четыре группы факторов, влияющих на рынок:

- 1) экономические;
- 2) политические;
- 3) слухи и ожидания;
- 4) форс-мажор.

Экономическую группу факторов влияния на рынок можно разбить на следующие составляющие:

- данные об экономическом развитии страны. Они включают в себя такие ключевые показатели, как торговый и платежный балансы, темпы инфляции, безработицу, валовой национальный продукт и т. п.;
- торговые переговоры;
- заседания центральных банков;
- изменения денежно-кредитной политики;
- заседания большой семерки, экономических или торговых союзов;

- выступления глав центральных банков, глав правительств, видных экономистов по поводу ситуации на рынке валют, изменений экономической политики, экономической ситуации в стране или их прогнозов;
- интервенции;
- сопредельные рынки;
- спекуляции.

Если фундаментальная новость противоречит действующему тренду, то время ее влияния на динамику рынка может ограничиться часом или несколькими часами. Если же фундаментальный фактор подтверждает тренд, то происходит его некоторое ускорение с последующим возможным откатом.

Циклы жизни фундаментальных факторов [11]:

- короткий цикл: не более одних суток; характерен для всех неожиданных новостей; Как правило, к этой группе новостей относится вся макроэкономическая статистика, которая ежедневно публикуется в различных информационных сводках. После публикации таких новостей финансовые рынки двигаются быстро, котировки могут меняться на 1–3% за небольшой промежуток времени (от нескольких минут до нескольких часов). Но именно эти новости и составляют основу любой информационной ленты;
- длинный цикл: от нескольких недель до нескольких лет; все факторы, связанные с общим состоянием национальной и мировой экономики (динамика инфляции, безработицы и процентных ставок и т. п.). К этой группе можно отнести только очень значимые макроэкономические показатели, такие, как ВВП, платежный баланс, ставки центральных банков (ЦБ). Изменения этих показателей могут определить динамику движения многих финансовых активов на несколько дней и даже недель. Например, если ЦБ неожиданно понизил основную процентную ставку сразу на 0,5% (или больше), то это может развернуть курс национальной валюты вниз на несколько недель, до заседания ЦБ, на котором ставки снова поднимут.

Так же долгосрочное влияние на рынок могут оказать стихийные бедствия. Например, сильное землетрясение или наводнение так же могут привести к тому, что курс национальной валюты будет снижаться, пока не будут устранены все негативные последствия от этих стихийных бедствий.

Работа с фундаментальными данными включает следующее:

- Выявление логических связей в экономике, сравнение макроэкономической ситуации в странах. Используется при долгосрочных операциях.
- Работа по новостям. Сравнение планового показателя и фактического значения. Проведение краткосрочных операций.
- Планирование изменения показателя и использование того, что рынок еще до факта публикации значения уже начинает его закладывать в рыночную динамику.
- Выявление «настроения рынка». Поиск ключевого экономического или политического события или процесса, который волнует участников рынка. Новости рынка воспринимаются за или против процесса.

Далее мы будем последовательно рассматривать различные показатели фундаментального анализа и приводить примеры использования фундаментальных факторов. Для удобства понимания мы будем использовать валютный рынок в качестве основного способа демонстрации применения фундаментального анализа, поскольку валютный рынок чувствительнее всего реагирует на макроэкономические изменения. И более того, изменения курсов валют зависят исключительно от фундаментальных факторов, в то время как на курсы ценных бумаг влияют также показатели экономических отраслей и показатели конкретных предприятий.

3.2 Понятие «экономических циклов» и политика государства

Правильно понять смысл изменений экономических индикаторов и оценить их последствия для финансовых рынков невозможно без учета циклического поведения экономики. Известно, что развитие экономических процессов носит циклический характер: рост обязательно сопровождается спадом, за которым следует восстановление и новый рост. Одно и то же изменение конкретного индикатора может иметь совершенно разный экономический смысл (а значит, и финансовые последствия), в зависимости от того, на какой стадии экономического цикла оно наблюдается. Ожидаемое влияние такого изменения на курсы валют или ценных бумаг может быть в этих случаях прямо противоположным, поскольку финансовые власти смотрят на состояние экономики и принимают регулирующие решения с учетом циклического ее поведения. Знание понятий, связанных с экономическим циклом, и правил их применения является обязательным инструментом в арсенале трейдера [12].

Экономический цикл (Economic Cycle), который еще называют «бизнес-цикл» (*Business Cycle*), является естественной формой развития (роста) экономики. Рассматривая динамику экономического развития, выделяют три основных фазы (рис. 3.1):

- 1) *рецессия (Recession)* — есть снижение деловой активности, падение производства, уровня занятости и доходов, различают по степени падения экономики — кризис и депрессию;
- 2) *восстановление (Recovery)* — это подъем экономической активности, рост рыночной конъюнктуры, возрастание выпуска после его падения, имевшего место в период рецессии, до прежних уровней;
- 3) *развитие (Expansion)* — продолжение роста экономики после стадии восстановления, как правило, до достижения нового максимума выпуска, превосходящего достигнутый в предыдущем цикле; стадия *expansion* иногда может включать несколько циклов, которые в этом случае именуются циклами роста (*growth cycles*).

Каждый экономический индикатор так или иначе демонстрирует циклическое поведение. Надо только учитывать индивидуальные особенности циклов этих индикаторов, рассматривать их соотношения по временным параметрам и по величине перепадов.

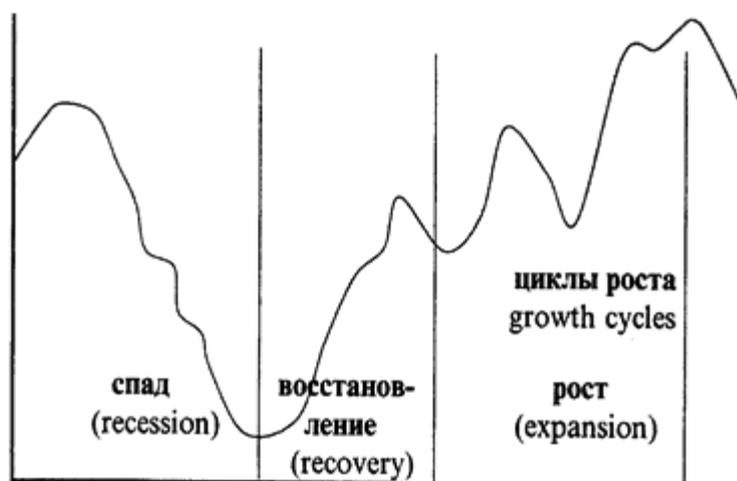


Рис. 3.1 – Экономический цикл

В зависимости от природы индикаторов и их связи с общей экономической динамикой принято выделять *проциклические* индикаторы (ход которых совпадает с общим направлением экономического роста — прибыли корпораций растут на подъеме экономики), *противоциклические* (которые направлены против общего роста — безработица растет когда экономика падает) и *ациклические* (поведение которых мало меняется внутри цикла). Краткая классификация по этому свойству некоторых показателей приведена в таблице 3.1.

Таблица 3.1 – Классификация индикаторов по связи с экономической динамикой

Проциклические		Противоциклические	
Сильно коррелированные	Слабо коррелированные	Циклические	Ациклические
Совокупный выпуск и выпуск по секторам экономики	Товары повседневного спроса	Запасы готовой продукции	Торговый баланс
Прибыли бизнеса	Сельскохозяйственное производство	Запасы сырья и материалов	
Денежные агрегаты	Добыча природных ресурсов	Уровень безработицы	
Скорость обращения денег	Долгосрочные процентные ставки	Уровень банкротств	
Уровень цен			
Краткосрочные процентные ставки			

Поскольку индикаторы создаются для выявления и учета особенностей именно различных сторон экономических процессов, их поведение также имеет свою специфику. В частности, важно знать, имеет ли конкретный индикатор свойство опережать общую динамику или он запаздывает по сравнению с основным ходом экономического цикла. По этому признаку наиболее известные индикаторы классифицируются, как показано в таблице 3.2.

Таблица 3.2 – Классификация индикаторов по связи с ходом экономического цикла

Опережающие индикаторы (leading)	Запаздывающие индикаторы (lagging)	Совпадающие индикаторы (coinciding)
Длительность рабочей недели	Численность неработающих длительный срок	ВВП
Число новых предприятий	Расходы на новые предприятия и средства производства	Уровень безработицы
Начала жилищных строителств	Удельные расходы на зарплату	Промышленное производство
Индексы фондового рынка	Средние процентные ставки коммерческих банков	Личные доходы
Прибыли корпораций		Цены производителей
Изменение денежной массы		Официальные процентные ставки
Изменения в запасах		Заявки на рекламу

- 1) **Опережающие индикаторы** рассматривают экономическое развитие в будущем, с некоторым временным опережением. Примером такого макроэкономического индикатора является индекс ISM, характеризующий производственную и торговую активность в экономике, или процентное изменение предложения денег. Более того, можно говорить о том, что сам фондовый рынок является опережающим индикатором по отношению к основным экономическим показателям.
- 2) **Индикаторы совпадения** отражают текущее состояние экономики. В качестве примера можно привести уровень использования производственных мощностей или более общую статистическую информацию о производстве, заказах и доходах.
- 3) **Индикаторы запаздывания** в основном используются для измерения и оценки уже произошедших событий. К этой категории относятся отношение потребительского долга к личному доходу, цены на потребительские товары, инфляция, краткосрочные (и долгосрочные) процентные ставки.

Отнесение индикаторов к какой-либо из этих 3-х категорий представляет определенную сложность. Могут происходить изменения в зависимости от текущей экономической ситуации. Например, уровень безработицы может быть классифицирован как опережающий индикатор на стадии пика или как индикатор запаздывания — на стадии спада, либо не определен для стадий сокращения и расширения.

В качестве основных факторов, являющихся причиной экономических колебаний, в различных экономических теориях рассматриваются, например:

- импульсные воздействия на экономику, экономические шоки, как то — технологические сдвиги, открытие новых источников сырья, сильные изменения мировых цен на источники сырья, политические шоки;

- незапланированные увеличения запасов сырья, инвестиций в производство;
- трудовые отношения, борьба профсоюзов за гарантии занятости и оплаты труда.

Ясно, что учет подобных явлений не может быть простым делом. Главное, что давно и хорошо понято — циклы есть явление неизбежное, порождаемое внутренними причинами, находящимися среди неотъемлемых движущих сил экономического развития. Поэтому отслеживание и прогнозирование параметров циклического развития экономики во всех цивилизованных странах выполняется как важнейшая государственная функция.

3.3 Факторы влияющие на рынок

Экономическую группу факторов влияния на рынок можно разбить на следующие составляющие [11]:

- данные об экономическом развитии страны. Они включают в себя такие ключевые показатели, как торговый и платежный балансы, темпы инфляции, безработицу, валовой национальный продукт и т. п.;
- торговые переговоры;
- заседания центральных банков;
- изменения денежно-кредитной политики;
- заседания большой семерки, экономических или торговых союзов;
- выступления глав центральных банков, глав правительств, видных экономистов по поводу ситуации на рынке валют, изменений экономической политики, экономической ситуации в стране или их прогнозы;
- интервенции;
- сопредельные рынки;
- спекуляции.

Если фундаментальная новость противоречит действующему тренду, то время ее влияния на динамику рынка может ограничиться часом или несколькими часами. Если же фундаментальный фактор подтверждает тренд, то происходит его некоторое ускорение с последующим возможным откатом.

Торговля слухами: «Покупай слухи — продавай факты».

В момент появления слуха главное — быстро совершить сделку, т. к. на рынке зарождается новая мощная и быстрая волна, способная формировать сильные тренды; трейдеры заинтересованы в работе на слухе до момента его подтверждения или опровержения. При этом важно успеть быстро «спрыгнуть с поезда».

Основная цель фундаментального анализа, как бы сильно она ни была замаскирована аналитиками, это — выявление недооцененных (переоцененных) рынком компаний. Обнаружив, что по тем или иным показателям компания сильно недооценена (переоценена), инвестор покупает (или продает) ее акции, в надежде, что в скором времени биржевая стоимость акций компании сравняется с реальной.

Сразу оговоримся, ждать возможно придется не один год. Более того, инвесторы, опирающиеся в своей работе только на фундаментальный анализ, вынуждены принимать на себя довольно большие риски.

Особняком здесь стоит один из самых богатых людей мира — Уоррен Баффет, который, пользуясь собственной методикой поиска недооцененных компаний, смог заработать не один миллиард долларов. Однако исключения скорее подтверждают правила. Проведение фундаментального анализа требует значительных финансовых ресурсов, а также усилий по поиску и обработке информации.

С распространением Интернета сбор и подготовка данных стали более удобными, чем десятилетия назад, но все равно это может оставаться сложным и дорогостоящим делом. Всегда трудно свести воедино все необходимые данные, а также оценить надежность полученной статистики. Как бы то ни было, в итоге процесса отбора появляются рекомендации для потенциального инвестора о том, как должен выглядеть его оптимальный портфель инвестиций. Портфель — это набор различных акций (или других видов ценных бумаг), которые выбраны на основе учета целей инвесторов и результатов фундаментального анализа.

Имеется огромное количество инструментов для исследования прошлой, текущей или будущей экономической ситуации в стране или отдельной компании. На основе небольшого набора фундаментальных индикаторов можно выяснить общее направление рынка, оценить макроэкономическую ситуацию, привлекательность отраслей и динамику инвестиционной активности.

Мы можем это сделать, понимая, что:

- рынок обладает некоторой инерцией, а следовательно, благоприятные макроэкономические фундаментальные показатели свидетельствуют скорее о потенциале роста, чем наоборот;
- отдельные отрасли в зависимости от стадии их развития могут находиться как в стадии бурного роста, так и в стадии старения и стагнации, и, следовательно, их инвестиционная привлекательность будет различна;
- благоприятный новостной фон влияет на психологию инвесторов и они склонны скорее покупать, чем продавать и наоборот.

Конъюнктура рынка находится под влиянием спроса: притока и оттока (движения) капитала на фондовом рынке. Фундаментальный макроэкономический анализ изучает влияние факторов на этот процесс. Основным источником капитала — валовый национальный продукт — финансовый рынок не создает, а лишь перераспределяет, поэтому, чем выше произведенный валовый национальный продукт, тем на больший объем инвестиций можно рассчитывать на фондовом рынке [2].

Однако вполне возможно, что средства не поступят на фондовый рынок, т. к. они могут быть использованы на потребление.

Основную часть инвестиций на фондовый рынок составляет население, если оно имеет доходы, превышающие расходы на потребление. Аналитики, занимающиеся фундаментальными исследованиями на макроуровне, различают:

- эффективную систему социального обеспечения, при которой расходы, ранее покрываемые образованием резервов, обеспечиваются социальными выплатами, снижают приток капитала на фондовый рынок;
- инвесторы могут отдать предпочтение либо ценным бумагам, либо другим видам использования своих средств. Поэтому фундаментальный анализ

изучает движение процентных ставок, динамику валютного курса в сопоставлении с индикаторами фондового рынка;

- доходы, которые могут быть инвестированы за границей, приводят к ухудшению социально-политического и экономического климата в стране, фискальной и монетаристской политики ее правительства, влияния на фондовом рынке.

Модель случайных (колеблющихся) гипотез

Колеблющиеся гипотезы — традиционная модель, используемая для описания движения курсов ценных бумаг. Основным ее допущением является то, что существует эффективность информации. Вообще рынок капиталов называется информационно эффективным, если любая текущая информация всегда отражается в курсах ценных бумаг. Различают 3 степени информационной эффективности [2]:

- наивысшая информационная эффективность достигается в случае, если в ценах учитывается вся существующая информация;
- информационная эффективность считается достаточно высокой, если цены отражают всю общественно доступную информацию;
- информационная эффективность считается невысокой, если цены отражают только всю ретроспективную информацию.

Если некоторый фондовый рынок информационно эффективен, то цена содержит все относящиеся к делу данные и стоимость акций эквивалентна действительной стоимости компании. Следовательно, текущая цена акций является наилучшим прогнозом их завтрашней цены. Текущая цена акций изменяется только в том случае, если на рынке появляется новая информация, оказывающая влияние на определение уровня цены, которая еще не учтена в текущей цене:

$$C_{t+1} = C_t + e_t, \quad (3.1)$$

где C_{t+1} — завтрашняя цена на акции; C_t — сегодняшняя цена на акции; e_t — изменение цены, вызванное новой информацией.

Информация о будущем, позитивная ли она или негативная, не может быть предсказана с абсолютной точностью, и, следовательно, прогноз о движении всех цен на рынке может быть получен лишь с определенной степенью вероятности. Таким образом, вывод теории колеблющихся гипотез состоит в том, что изменения курсов ценных бумаг происходят случайным образом, и поэтому любой вид анализа фондового рынка не приносит пользы.

Поведенческие финансы

Особую роль здесь играют особенности социального поведения толпы. Такие факторы надо обязательно учитывать, по возможности отделяя рациональную составляющую события от эмоциональной.

Изменение цены на определенную ценную бумагу определяется спросом и предложением. Однако большинство решений может быть объяснено не рациональным

и объективным поведением, а скорее эмоциями индивидуальных инвесторов. Иногда подавляющее большинство участников рынка поддаются влиянию популярных рыночных тенденций, подобных биотехнологической эйфории 80-х гг. или мыльному пузырю Интернета 90-х гг. XX в. Это хорошо известное явление в принципе может быть описано так: рынок быков вскармливает быков на рынке. Многие инвесторы покупают акции, когда они в действительности выпущены уже в избыточном количестве. И наоборот, многие инвесторы продают акции на медвежьих рынках (с тенденцией к снижению курсов) около самой низкой точки падения, для того чтобы предотвратить убытки. Как можно объяснить это поведение? Фондовый рынок в идеальном случае представляет собой взаимодействие двух противоположных тенденций, присущих психологической среде: рынок быков с растущими курсами ценных бумаг и рынок медведей с падающими курсами. В каждой из этих рыночных тенденций может быть выделено 3 фазы:

1) *Рынок быков:*

- а) Накопление. Дальновидные инвесторы предвидят предстоящий подъем и покупают акции у паникующих продавцов, несмотря на тяжелую экономическую ситуацию. Публикуемые ежегодно деловые отчеты показывают негативные результаты и полны пессимистических ожиданий. Общественное мнение не рекомендует осуществление инвестиций в акции.
- б) Возрастание активности. Может наблюдаться увеличение доходов компаний. Обостряется деловое чутье. Особенно успешна деятельность инвесторов, ориентирующихся на данные технического анализа.
- в) Перегрев. Публикуются многочисленные положительные деловые новости. Фондовая биржа показывает захватывающий рост цен. В общественном мнении господствует эйфория.

2) *Рынок медведей:*

- а) Период сброса ценных бумаг. Дальновидные инвесторы предвидят исключительно падение прибылей компаний и начинают продавать ценные бумаги. Высокие объемы продаж становятся заметными. Общественное мнение выражает разочарование инвесторов отсутствием роста прибылей.
- б) Паника. Число покупателей постоянно уменьшается. Ускоряется падение цен на акции до тех пор, пока оно не достигает кульминации в предвидении краха.
- в) Стагнация. Деловые новости ухудшаются. Падение курсов акций продолжается, но с менее высокой скоростью. Инвесторы, которые купили их в начале падения рынка из-за их более низкой, очевидно недооцененной стоимости (по сравнению с пиковой ценой), продают эти акции снова. Кроме того, продажа по крайне низким ценам осуществляется для расчетов по взятым ранее кредитам.

Очевидно, что психология оказывает значительное влияние на изменение цен на акции. Имеется немало количество фундаментально недооцененных акций. Но они игнорируются теми инвесторами, у которых нет никаких «фантазий» в отношении этих ценных бумаг. Существенное влияние на ситуацию на рынке оказывают

и слухи. Они могут быть как истинными, исходящими от посвященных лиц, так и ложными, преднамеренно распространяемыми, для того чтобы повлиять на уровень цены.

Утверждение теории поведенческих финансов о том, что деятельность человека ограничено рациональна, противоречит традиционному тезису экономической теории, объявляющей человека существом экономическим (*homo economicus*).

Еще одним заключением является то, что инвестор имеет большее желание снова покупать акции в период убытков, чем в период прибылей (эффект отражения).

В социальной психологии есть другая теория — познавательного разногласия. Она постулирует, что люди всегда пытаются путем различных манипуляций устранить существующие различия между действительностью и их представлениями о ней. Таким образом, инвесторы проявляют тенденцию выбирать только ту информацию, которая вписывается в их устоявшиеся представления. Иногда, наоборот, они продают свои прибыльные активы слишком рано, для того чтобы избежать возможных потерь (несоответствие ожиданий).

Что полезного может дать теория поведенческих финансов? Прежде всего — наглядное представление описанных поведенческих схем. Тенденции на рынке фактически не могут идти в соответствии с теорией случайных блужданий и тезисом об эффективности рынков. Но поведенческие финансы показывают нам обратное. Оценка информации, получаемой из финансовых новостей, связана с эмоциональным восприятием событий участниками рынка. Следовательно, те, кто на фондовом рынке оказываются в выигрыше, будут действовать намного быстрее, чем проигравшие, что происходит в результате упреждения ситуации, противоречащей целям инвесторов.

Для того чтобы снизить вероятность получения плохого портфеля ценных бумаг, необходимо использовать системный подход. Применение определенных стратегий выбора помогает избежать ненужного риска при осуществлении инвестиций и повысить вероятность получения более высоких доходов.

Известны 2 классических метода формирования портфеля ценных бумаг:

- *метод «сверху вниз»* больше ориентирован на оценку состояния национальной экономики и идет от изучения макроэкономической ситуации, спускаясь затем до микроуровня. Из возможного объема мировых инвестиций шаг за шагом исключаются определенные части, которые не согласовываются с предпочтениями аналитиков;
- *метод «снизу вверх»*, известный также как «сортировка акций», в отличие от нисходящего подхода начинает анализ с детального изучения. Прежде всего, определяется круг анализируемых компаний, затем они постепенно отфильтровываются с целью выявления тех из них, которые соответствуют требованиям макроуровня.

В этих двух схемах, помимо чисто внешнего отличия, есть и еще один момент. При анализе снизу вверх объем работы может быть на порядок выше, за счет того, что приходится рассматривать значительно больше кандидатов на инвестирование.

Новости

Случайные (неожиданные)

1. Политические

- а) теракты
 - 11.09.2001 США
 - 11.03.2004 Мадрид
 - 07.07.2005 Лондон
- б) военные перевороты
- в) революции
- г) народные волнения
- д) военные действия
 - война в Ираке – 2003 г.
 - война в Южной Осетии – 2008 г.
- е) отставки политических деятелей:
 - премьер-министра
 - министра финансов
 - председателя центрального банка

2. Природно-климатические

(стихийные бедствия)

- землетрясения (Новая Зеландия, Япония – 2011 г.)
- ураганы (Катрина, Рита – 2005 г.)
- наводнения (Австралия – 2011 г.)
- пожары

Плановые (ожидаемые)

1. Политические – выборы

2. Экономические

- макроэкономические данные
- выступления политических и финансовых деятелей
- заседания ЦБ
- заседания альянсов (G7, G20, ...)
- информация со смежных рынков

Рис. 3.2 – Новости, влияющие на состояние рынка

Все новости, влияющие на состояние рынка, можно разделить (рис. 3.2):

- на неожиданные или случайные, к которым относятся новости политического характера и природно-экологические (стихийные бедствия и техногенные катастрофы, т. е. форс-мажор);
- ожидаемые или плановые, к которым в большинстве относятся новости финансово-экономического характера и крайне редко политические.

Неожиданные новости.

Большинство неожиданных (случайных) новостей имеют политический характер. В первую очередь к ним относятся:

- военные действия,
- теракты,
- военные перевороты, революции,
- народные волнения.

Но более важную роль в фундаментальном анализе играет макроэкономическая статистика, которую мы рассмотрим далее.



.....
Контрольные вопросы по главе 3
.....

- 1) В чем заключается необходимость фундаментального анализа?
- 2) Понятие «экономических циклов»?
- 3) Как политика государства зависит от фаз экономических циклов?
- 4) Какие основные факторы влияют на финансовый рынок?
- 5) Что такое «поведенческие финансы»?

Глава 4

КЛАССИФИКАЦИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА

4.1 Общий подход к классификации показателей



.....
Макроэкономический анализ — это анализ общего экономическо-
го состояния как результата экономических, политических, сезон-
ных и целого ряда случайных факторов [13].
.....

В основу оценки макроэкономического состояния страны положен анализ эконо-
мических индикаторов. Мы остановимся на ряде ключевых из них.

В зависимости от длительности влияния на валютные курсы, курсы ценных
бумаг все макроэкономические показатели можно разбить на 3 группы.

Первая группа макроэкономических показателей включает в себя:

- Процентные (учетные) ставки.
- Платежный баланс (Balance of Payment, Current Account).
- Торговый баланс (Trade Balance, International Trade).
- Валовой внутренний продукт, ВВП (Gross Domestic Product, GDP).
- Индикаторы инфляции.
- Бюджетный дефицит (Deficit of Budget).
- Показатели рынка труда — данные по безработице (unemployment) и заня-
тости (employment).
- Индикаторы денежной статистики.

Выход данных по индикаторам первой группы способен выявить тенденцию на день, неделю, месяц или даже год (т. е. следует отметить их долгосрочное влияние на валютный рынок).

Вторая группа макроэкономических показателей включает в себя:

- Розничные продажи.
- Размеры жилищного строительства.
- Объемы промышленного производства (Industrial Production, IP).
- Индикаторы эффективности промышленности.
- Производственные заказы (Factory orders).
- Показатели объема запасов на складах.
- Экономические показатели домашних хозяйств.
- Потребительский кредит (Consumer credit).
- Составные экономические индикаторы.
- Индексы деловой активности.
- Индексы федеральной резервной системы (ФРС, FED).
- Индексы настроения потребителей.

Выход показателя второй группы окажет влияние на финансовые рынки в течение 1 сессии, максимум, то есть это краткосрочное влияние.

Третья группа макроэкономических показателей включает в себя:

- Форвардные и фьючерсные курсы соответствующих валют (Forward, Futures).
- Эффективный обменный курс.
- Рынок золота.
- Рынок нефти.
- Фондовые индексы (NIKKEI, DOW JONES, DAX, FTSE и т. д.).
- Динамика цен государственных облигаций (T-bills, T-bonds).

Данные по этим показателям трейдер может получать ежедневно. Несомненно, на факторы третьей группы важности трейдеру следует обращать внимание.

Следует отметить еще и четвертую группу факторов, влияющих на финансовые рынки, — это политические факторы:

- Заседания Большой восьмерки (G8), торговых и экономических союзов.
- Выступление глав правительств, центральных банков, министров финансов и других высокопоставленных политических деятелей.
- Выборы глав государств и в высшие органы власти.

Влияние политических факторов на валютный рынок и рынок ценных бумаг можно приравнять к действию индикаторов первой группы важности, т. е. политические события способны выявить тенденцию на день, неделю или даже месяц. Поэтому трейдеру так важно внимательно следить и за этими политическими факторами.

Важной составляющей работы с ожидаемыми новостями является умение пользоваться макроэкономическим календарем (календарь экономических новостей). Его можно найти на сайте любой брокерской компании.

В нем отражаются все события, которые будут происходить в мире и которые могут отразиться на финансовых рынках.

На рисунке ниже представлен фрагмент календаря экономических новостей FOREX CLUB, на котором хорошо видны все основные составляющие. Красным выделяются новости, которые могут оказать сильное влияние на финансовые рынки (очень важные).

Календарь включает в себя следующие важные колонки:

- 1 колонка — Время выхода новости по Гринвичу GMT;
- 2 колонка — Страна (регион);
- 3 колонка — Непосредственно само событие или индикатор;
- 4 колонка — За какой период выходит информация;
- 5 колонка — Прогнозируемое значение;
- 6 колонка — Фактическое значение (то, что непосредственно выходит);
- 7 колонка — Предыдущее значение;
- 8 колонка — Пересмотренное значение.

Дата	Время	Регион	Событие	Важность			Период	Прогноз	Фактическое	Прошлое	Пересмотренное
				<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
07 Апр	23:01		Индекс уверенности потребителей в сфере занятости от Lloyds / Lloyds Employment Confidence	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	мар.	--	-45	-44	--
	23:30		Индекс активности в сфере строительства от AIG / AIG Perf of Construction Index	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	мар.	--	39	45.6	--
	23:50		Сальдо торгового баланса (по методологии платёжного баланса) / Trade Balance - BOP Basis	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	фев.	-¥660.1B	-¥677.0B	-¥1479.3B	--
	23:50		Сальдо счёта текущих операций (r/r) / Current Account Balance (YoY)%	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	фев.	-59.10%	-47.00%	-19.90%	--
	23:50		Скорректированное общее сальдо счёта текущих операций / Adjusted Current Account Total	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	фев.	-¥62.0B	-¥0.1B	¥364.6B	--
	23:50		Общее сальдо счёта текущих операций / Current Account Total	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	фев.	¥457.5B	¥637.4B	-¥364.8B	--

Рис. 4.1 – Пример календаря экономических новостей FOREX CLUB

Принципы работы с календарем [11].

Для прогнозирования движения валют, после выхода макроэкономической статистики, нужно сравнивать предыдущее значение, прогноз и текущее (то, что публикуется):

- Если выходящее значение совпадает с прогнозом или отличается от него незначительно, то реакция рынка чаще всего слабая.

- Если данные оказались больше, чем ожидал рынок (или меньше в случае негативного прогноза), то реакция рынка будет гораздо более сильной.
- Если прогноз не оправдался, то это, как правило, приводит к сильному движению валют в обратном направлении.

Анализируя возможную реакцию рынка на выход макроэкономической статистики, нужно учитывать, что наиболее сильно валюты двигаются после публикации данных из США. После них можно увидеть сильные колебания практически всех основных валют. Чуть менее сильно реагирует фунт на данные по Великобритании. Реакция единой европейской валюты на статистику из Еврозоны не всегда сильная, многие данные имеют статистический характер. Из отдельных европейских стран можно выделить статистику по Германии, оплота европейской экономики. На данные из других европейских стран реакция рынка гораздо менее сильная. Данные по Японии, Швейцарии, Канаде, Австралии и Новой Зеландии оказывают влияние только на национальные валюты.

Для того, чтобы правильно оценить (проанализировать), какая будет реакция рынка на выход того или иного индикатора (события), необходимо следовать последовательно сопоставить:

Предыдущее значение < – > прогноз < – > текущее значение.

Дело в том, что когда выходят какие-то данные, особенно макроэкономическая статистика, то игрокам на рынке меньше всего интересны их номинальные значения в млрд \$ или млн тонн. Экспертов в первую очередь интересует динамика изменения этого индикатора по отношению к предыдущему периоду (месяцу или кварталу), но чаще в годовом исчислении. Поэтому предыдущее значение этого индикатора (иногда и пересмотренное) можно считать отправной точкой для анализа.

Не менее важным будет и прогноз специалистов перед публикацией этого индикатора. Вообще, экономический прогноз — это результат научных исследований о возможных направлениях будущего развития экономики или ее отдельных сегментов.

Также встречается понятие «консенсус-прогноз», который представляет собой усредненное значение мнений различных аналитических центров (банков, инвестиционных компаний и т. д.).

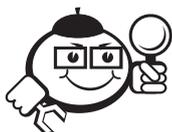
Когда выходит в информационных сводках сообщение о том или ином индикаторе (индексе), мы будем сравнивать текущее значение с предыдущим, насколько сильно оно отличается, и соотносим его с прогнозом.

В таблице 4.1 представлены три наиболее часто встречающихся варианта выходящей статистики по отношению к прогнозу, а также показана наиболее вероятная реакция рынка. INDEX — это некоторый условный показатель, у которого есть предыдущее значение и прогноз. Наша задача, определить, что скорее всего произойдет, если (1-й вариант) фактическое (публикуемое) значение совпадет с прогнозом, (2-й вариант) прогноз оправдался, но показатель недооценен и (3-й вариант) прогноз не оправдался.

Таблица 4.1 – Прогнозные и фактические значения индикаторов

Индикатор событие	Предыдущее значение	Прогноз	1 вариант Совпало с прогнозом	2 вариант Прогноз оправдался, но недооценен	3 вариант Прогноз не оправдался
INDEX	22,4	23,8	23,8 (23,7)	24,5	21,1
Наиболее вероятная реакция			Слабая, могут быть небольшие рывки в обе стороны	Более сильная, в том же направлении	Сильная, разворотная

Рассмотрим примеры того, как отреагировали основные валюты на публикацию важных индексов деловой активности. Приведем эти примеры в зависимости от того, по какому варианту развивались события.



Пример 4.1

Реакция рынка

1 вариант: 3 октября 2011 опубликован индекс деловой активности (промышленный) PMI по Еврозоне (рис. 4.2).

Предыдущее значение — 49,0, прогноз — 48,4, реальное значение — 48,5. Опубликованное значение оказалось на уровне прогнозов (чуть лучше), в результате, реакция рынка была слабая, но все же в сторону роста евро — прямая реакция рынка.



Рис. 4.2 – Реакция EUR/USD на индекс PMI



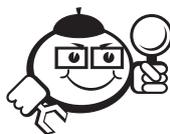
Пример 4.2

Реакция рынка

2 вариант: 1 августа 2011 года выходили индексы деловой активности за июль (рис. 4.3). Предыдущее значение индекса ISM по США было 55,3, предполагалось, что показатель упадет до 53,0, в реальности, оказалось, что индекс упал еще сильнее до отметки 50,9. Это привело к падению фондовых индексов, а доллар, как валюта-убежище, пошел вверх. Курс EUR/USD был под давлением, а после выхода этой новости полетел вниз еще сильнее.



Рис. 4.3 – Реакция EUR/USD на индекс ISM



Пример 4.3

Реакция рынка

3 вариант: 5 октября 2011 г. публиковались индексы деловой активности в сфере услуг за сентябрь (рис. 4.4). По Британии предыдущее значение индекса CIPS было 51,1, по прогнозам специалистов новое значение должно было упасть до отметки 50,5. В реальности значение этого индекса оказалось гораздо лучше, CIPS вышел на уровне 52,9. Это привело к росту курса GBP/USD в краткосрочной перспективе.



Рис. 4.4 – Реакция GBP/USD на индекс CIPS



Выводы

Итак, все показатели ФА можно поделить на 2 большие группы — те, которые порождают тенденцию, и те, которые ее поддерживают (развивают) и способствуют ее окончанию. Индикаторы группы 1 как раз порождают тенденции на недели и месяцы, а вот индикаторы группы 2 ее поддерживают, способствуют краткосрочным откатам и т. д.

Рассмотрим названные индикаторы более подробно.

4.2 Макрэкономические показатели 1-ой группы

Макрэкономические индикаторы, входящие в первую группу важности, — это важнейшие показатели экономики страны [13].

Рассматриваемые макрэкономические показатели первой группы приведены в таблице 4.2.

Таблица 4.2 – Макроэкономические показатели 1-ой группы

Наименование показателя ФА	Влияние на валютный курс каждого показателя (прямая зависимость — ↑; обратная — ↓)
Процентные (учетные) ставки	↑
Платежный баланс (Balance of Payment, Current Account)	↑
Торговый баланс (Trade Balance, International Trade)	↑
Динамика ВВП (Gross Domestic Product, GDP)	↑
Индикаторы инфляции	↑
Бюджетный дефицит (Deficit of Budget)	↑
Данные по безработице (unemployment) и занятости (employment)	↓ ↑
Индикаторы денежной статистики	↑

4.2.1 Процентные (учетные) ставки

Учетные ставки можно назвать зеркалом большой экономики. Любое их изменение, как правило, приводит рынки в движение.

Процентные ставки центральных банков

Рыночные процентные ставки по кредитам, по депозитам и т. д. не возникают сами собой в рыночной стихии. В каждой стране условия кредитования и процентные ставки на денежном рынке регулируются центральным банком.

В таблице 4.3 приведены различные виды основных официальных ставок по главным мировым валютам.

Из таблицы видно, что центральные банки используют в качестве своих инструментов различные виды процентных ставок.

Таблица 4.3 – Виды основных официальных процентных ставок по странам

Страна	Процентная ставка	Пояснение
U.S	Federal funds rate Discount rate	Процентная ставка по федеральным фондам (основная процентная ставка в США) это процентная ставка, под которую банки размещают свободные средства, находящиеся на счетах в Федеральной резервной системе США, другим банкам на овернайт (overnight — на один день, дословно, «через ночь»). Федеральная резервная система США контролирует уровень процентной ставки по федеральным фондам с помощью операций с государственными ценными бумагами Дисконтная ставка — это процентная ставка, под которую Федеральная резервная система США выдает кредиты для поддержания ликвидности банков. Дисконтная ставка является менее значимой, нежели процентная ставка по федеральным фондам
Japan	Discount rate overnight call rate target	Дисконтная ставка — это процентная ставка, под которую Банк Японии выдает кредиты для поддержания ликвидности банков. Дисконтная ставка является менее значимой, чем целевая процентная ставка по займам овернайт Целевая процентная ставка по займам овернайт — это тот уровень процента, который хочет видеть Банк Японии в качестве среднего на рынке краткосрочных депозитов. Является основной процентной ставкой в Японии. Банк Японии влияет на уровень данной ставки с помощью операций с государственными ценными бумагами
Euro zone	Refinancing tender	Ставка рефинансирования — процентная ставка, которая является минимально возможной для заявок на привлечение средств в тендере Европейского центрального банка. ЕЦБ каждые две недели проводит тендер по размещению средств, что необходимо для поддержания ликвидности в денежной системе. Является основной процентной ставкой для Европы

продолжение на следующей странице

Таблица 4.3 — Продолжение

Страна	Процентная ставка	Пояснение
	Marginal lending rate Deposit rate	Предельная ставка по займам — процентная ставка, под которую в институтах ЕЦБ можно взять кредит для поддержания краткосрочной ликвидности. Предельная ставка по займам является верхней границей диапазона на рынке процентных ставок овернайт Ставка по депозитам — процентная ставка, под которую можно разместить свободные денежные средства в институтах ЕЦБ. Ставка по депозитам является нижней границей диапазона на рынке процентных ставок овернайт
U.K	Repo rate	Процентная ставка по сделкам «репо» — это процентная ставка, под которую Банк Англии выдает краткосрочные займы под обеспечение ценных бумаг. Данная процентная ставка является основной в Великобритании. Репо — договор, согласно которому продавец обязуется выкупить ценную бумагу обратно у покупателя по установленной цене в определенную дату в будущем
Canada	Overnight rate target Bank rate	Целевая процентная ставка по овернайт — это тот уровень процента, который хочет видеть Банк Канады в качестве среднего на рынке краткосрочных депозитов. Целевая процентная ставка по овернайт Банка Канады является основной процентной ставкой в стране. Для контроля уровня процентных ставок на рынке овернайт Банк Канады устанавливает так называемый операционный диапазон шириной в 0,50%, серединой которого всегда является целевая процентная ставка по овернайт Процентная ставка Банка Канады — это уровень процента, который является верхней границей операционного диапазона. Под данную процентную ставку Банк Канады выдает краткосрочные кредиты
продолжение на следующей странице		

Таблица 4.3 — Продолжение

Страна	Процентная ставка	Пояснение
Switzerland	3 month LIBOR rate Discount rate	Диапазон трехмесячной процентной ставки LIBOR. Для контроля уровня краткосрочных процентных ставок Национальный банк Швейцарии принял решение устанавливать и поддерживать диапазон шириной в 1,00% для трехмесячной процентной ставки LIBOR по швейцарскому франку. LIBOR — London Interbank Offered Rate — это процентная ставка, по которой крупные банки размещают кредиты на денежном рынке в Лондоне. Ставки LIBOR устанавливаются на различные сроки и по различным инструментам
Sweden	Repo rate Lending rate Deposit rate	—
Australia	Cash rate	Процентная ставка по австралийскому доллару на овернайт. Определяется как результат спроса и предложения на денежном рынке. Резервный Банк Австралии устанавливает необходимый уровень данной ставки и поддерживает его, контролируя предложение денег
Denmark	Discount rate Repo rate	—
Norway	Deposit rate O/N lending rate	—
Greece	14-day depo rate Lombard rate	—

Допустим, ставка Refinancing tender rate, которую устанавливает ЕЦБ, равна 1,00%. Рассмотрим идеальный рынок, когда участники рынка ожидают единственную новость — новость об изменении этой ставки. Пусть вышла новость о том, что через месяц произойдет заседание ЕЦБ, на котором процентная ставка будет повышена до 1,25%. После этой новости (в преддверии подорожания кредитов) на валюту евро сразу же вырастет спрос, ведь выгодно купить евро, пока еще ставка низкая и спрос на нее еще не вырос.

Вместе с ростом спроса будет расти цена. В это время частный трейдер использует движение и покупает евро, чтобы потом продать еще дороже.

В некоторый момент рынок консолидируется — те, кто хотел купить, купили и ждут новостей об итогах совещания.

Когда началось заседание, уже существуют три сценария развития событий:

- ставка будет повышена до 1,25%, как и планировалось. Ожидания сбудутся, и рынок останется спокойным, потому что все участники получают ту ситуацию, к которой были готовы;

- ставка будет оставлена на прежнем уровне 1,00% — рынок вернется на тот уровень, откуда пришел (фактическое решение отличается от ожидаемого, но реакция будет умеренной);
- ставка будет повышена еще сильнее, до 1,5% — в связи с этой неожиданной новостью цена валюты очень резко подпрыгнет еще выше.

Так на рисунке 4.5 изображены основные процентные ставки стран по состоянию на 2011 г.

Федеральная Резервная Система США — Federal Reserve System (FED) ФРС состоит из рабочих органов трех уровней — Совет Управляющих ФРС; 12 Федеральных Резервных Банков и приблизительно 6000 банков-членов ФРС. Кроме того, в ФРС входят как составная часть два комитета: Федеральный Комитет Открытого Рынка (FOMC) и Федеральный Консультационный Совет, а также 13 Федеральных резервных банков.

Страна	Ставка	Текущее значение	Последнее изменение
 USA	Federal Funds	0.25%	16.12.2008г. (-0.75%)
 USA	Discount Rate	0.75%	18.02.2010г. (+0.25%)
 EU	Refinancing tender	1.50%	07.07.2011г. (+0.25%)
 EU	Deposit rate	1.00%	07.07.2011г. (+0.25%)
 EU	Marginal lending rate	2.50%	07.07.2011г. (+0.25%)
 UK	Repo rate	0.50%	05.03.2009г. (-0.25%)
 Switzerland	3 month LIBOR range	0.0%—0.25%	03.08.2011г. (-0.50%*)
 Canada	Overnight rate target	1.00%	08.09.2010г. (+0.25%)
 Canada	Bank rate	1.25%	08.09.2010г. (+0.25%)
 Australia	Cash rate	4.75%	02.11.2010г. (+0.25%)
 Japan	Discount rate	0.30%	19.12.2008г. (-0.20%)
 Japan	Overnight call rate target	0.0%-0.10%	05.10.2010г. (-0.10%)
 New Zealand	Official cash rate	2.50%	10.03.2010г. (-0.50%)

Рис. 4.5 – Значение основных процентных ставок на 2011 г.

Между Советом Управляющих ФРС и региональными отделениями ФРС организационно находится Федеральный комитет по открытому рынку (FOMC), являющийся ключевым органом, заведующим монетарной политикой. Его решения направлены на стимулирование экономического роста при сохранении стабильности цен и денежного обращения. Право голоса в комитете принадлежит 7 управляющим ФРС и 5 представителям региональных отделений, делегируемых по принципу ротации кадров.

Заседания FOMC проходят 8 раз в году (2 раза в квартал).

Европейский центральный банк (ЕЦБ) — The European Central Bank (ECB) — был основан 1 июня 1988 года для управления обращением евро. Штаб-квартира расположена в немецком городе Франкфурте-на-Майне. В его штат входят пред-

ставители всех государств-членов ЕС. Банк полностью независим от остальных органов ЕС.

ЕЦБ руководит деятельностью своих отдельных членов, таких, как немецкий Бундесбанк (Deutsche Bundesbank), Французский банк (Banque de France) и Итальянский банк (Ufficio Italiano dei Cambi).

Соответствующие органы ЕЦБ управляют Европейской системой центральных банков, задачей которых является контроль за денежным обращением, проведение валютных операций, накопление и обслуживание валютных резервов государств-членов Союза и обеспечение нормального функционирования расчетных Европейского финансового института (ЕФИ).

Заседания ЕЦБ проводятся каждый месяц (обычно во второй четверг месяца). Председатель — Жан-Клод Трише (по состоянию на лето 2011 года).

Банк Англии (англ. The Governor and Company of the Bank of England) первоначально был организован в 1694 году по Акту Парламента в качестве банка Правительства Англии. С того времени и по настоящее время он является банком Правительства Великобритании. Изначально существовал как частный банк и лишь после национализации в 1946 году стал «публичной организацией, полностью принадлежащей правительству». Выполняет функции центрального банка Соединенного королевства. Банк организует работу Комитета по денежной политике, который отвечает за управление кредитно-денежной политикой страны. Заседания проводятся каждый месяц.

Приведем цепочку зависимости процентных ставок на примере США: Discount rate, Federal funds rate, Treasury bill rates, Treasury notes rates, Treasury bond rates.

Соответственно в русском переводе: Дисконтная ставка, Ставка по федеральным фондам, Ставки по казначейским векселям, Ставки по казначейским обязательствам, Ставки по государственным облигациям США. Процентные ставки в этой цепочке растут слева направо.

Дисконтная ставка FED (Discount rate) — самый сильный инструмент, и к ее изменению FED прибегает редко. Более гибкий механизм управления осуществляется через ставку по федеральным фондам (Federal Funds Rate) — процентную ставку, по которой банки, члены Федеральной резервной системы, торгуют друг с другом краткосрочными кредитами федеральных фондов. Если дисконтная ставка устанавливается высшим руководящим органом — Советом управляющих FED, то ставка по федеральным фондам находится в компетенции Комитета по операциям на открытом рынке (Federal Open Market Committee, FOMC).

В конечном счете, доходности финансовых инструментов определяются рынком, но процентные ставки центрального банка дают сильнейший ориентир для всех прочих ставок, что подтверждается наблюдаемой очень сильной корреляцией между Federal Funds Rate и доходностями государственных облигаций, в особенности краткосрочных.

Процентный дифференциал (Interest Rate Differential), то есть разность процентных ставок, действующих по двум валютам, — это главный фактор, непосредственно определяющий относительную привлекательность пары валют, а следовательно, и возможный спрос на каждую из них.

Благодаря прозрачности границ для финансовых капиталов, инвестор сегодня может выбирать наиболее выгодный вариант вложения своих денег. Поэтому если

японский инвестор (инвестиционная компания, пенсионный фонд или страховая компания) имеет средства в триллионы йен и может получить доход по ним в виде процентов по депозиту в японском банке, в размере, скажем, 0,1% годовых, то этот инвестор конечно же предпочтет депозит в новозеландских долларах под 8,25% процентов годовых в новозеландском банке либо же он купит американские государственные облигации, по которым также выплачивается высокий доход (причем гарантированно, что особенно важно для таких структур, как пенсионные фонды, которые нуждаются именно в высоконадежных источниках доходов, из которых они выплачивают будущие пенсии).

Чем больше процентная ставка по данной валюте по сравнению с другими валютами (большой процентный дифференциал), тем больше будет желающих среди иностранных инвесторов купить данную валюту, чтобы разместить средства в депозит под высокую процентную ставку. А поскольку процентные ставки всегда тесно связаны между собой, высокие ставки банковского рынка означают и высокие ставки по государственным облигациям, а также высокие доходности по более рискованным облигациям акционерных обществ. Словом, высокие процентные ставки делают данную валюту привлекательной в качестве инструмента инвестирования; а значит, спрос на нее на международном валютном рынке повышается и курс этой валюты растет.

В целом влияние процентных ставок на валютные курсы достаточно однозначно: чем выше процентные ставки по данной валюте, тем выше ее обменный курс. Давайте получим обоснованное подтверждение такой догадки при помощи используемой нами экономической модели [14].

Процентная ставка и изменение валютных курсов

Прежде всего, давайте выясним, что произойдет на рынке заемных средств в результате снижения учетной ставки ЦБ.

Очевидно, что спрос на заемные средства измениться не должен. А вот предложение заемных средств должно возрасти! Этот вывод кажется неочевидным и даже сомнительным, поскольку, какая вроде бы связь между снижением процентной ставки и возросшим желанием частного сектора давать деньги в займы. Но давайте разберем все по порядку.

ЦБ снижает учетную ставку. Коммерческие банки начинают более охотно брать ссуды у ЦБ, увеличивая тем самым свои банковские резервы. В результате у коммерческих банков появляется возможность выдавать больше кредитов (поскольку их резервы возросли) под меньшую процентную ставку (поскольку стоимость кредитных ресурсов у коммерческих банков снизилась вместе со снижением учетной ставки). Это может означать только одно — увеличение предложения заемных средств.

На этот вопрос можно посмотреть и под альтернативным углом.

Правительство, как правило, финансирует дефицит госбюджета, одалживая деньги у частного сектора в основном посредством продажи государственных ценных бумаг. Доходность этих бумаг обычно напрямую зависит от учетной ставки, т. е. при снижении учетной ставки ЦБ доходность выпускаемых в обращение государственных ценных бумаг должна снизиться, что должно сказаться на количестве привлеченных таким образом средств. Если привлекается меньшее количество де-

нежных средств для финансирования дефицита госбюджета, то и государственные расходы должны снизиться. Далее имеем связь дефицита госбюджета и изменений валютного курса.

Национальные сбережения (S) представляют собой средства, которые остаются после оплаты государственных расходов (G) и расходов на потребление (C). То есть $S = Y - C - G$.

Снижение госрасходов (G) означает увеличение левой части уравнения, то есть сбережений. Сбережения же, как мы помним, представляют собой предложение заемных средств. На наших графиках это будет выглядеть следующим образом.

Итак, снижение учетной ставки ЦБ привело к росту предложения заемных средств. Кривая предложения заемных средств на рисунке 4.6 сдвигается в сторону увеличения, т. е. вправо.

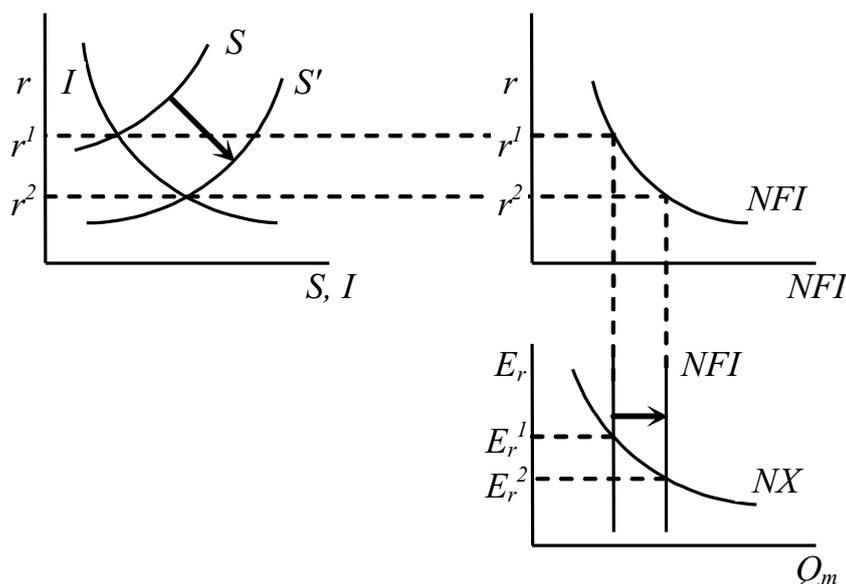


Рис. 4.6 – Влияние снижения учетной ставки на валютный курс

В результате имеем снижение реальной процентной ставки с r^1 до r^2 . Снижение процентной ставки позволяет потенциальным инвесторам взять больше кредитов для осуществления инвестиций.

Далее на следующем графике видно, что реальная процентная ставка снизилась, что должно сделать внутренние активы менее привлекательным объектом инвестирования, чем зарубежные. Это, разумеется, приведет к оттоку капитала за рубеж, в результате чистые иностранные инвестиции увеличатся.

Теперь внутренним инвесторам потребуется больше иностранной валюты для приобретения иностранных активов, и, следовательно, предложение национальной валюты на валютном рынке возрастет. Линия предложения на графике валютного рынка смещается в сторону увеличения, т. е. вправо. В результате реальный обменный курс снижается с уровня E_r^1 до уровня E_r^2 . Это находит отражение в пропорциональном снижении номинального курса национальной валюты. Снижение курса национальной валюты, в свою очередь, приводит к удешевлению

внутренних товаров относительно зарубежных, что приводит к росту экспорта и снижению импорта, а следовательно, к увеличению сальдо торгового баланса (чистого экспорта).



Выводы

Итак, наше первоначальное предположение оказалось верным — снижение учетной ставки ЦБ действительно должно стать фактором, способствующим *снижению курса национальной валюты*.

Процентная ставка и динамика валютного курса в условиях финансового кризиса

Однако всегда ли будет проследиваться прямая зависимость между учетной ставкой ЦБ и динамикой валютного курса. Отнюдь нет. Для подтверждения давайте рассмотрим пример из современной российской истории.

С начала 1998 года назревал кризис в системе рефинансирования дефицита госбюджета посредством выпуска ГКО. Это нашло отображение в стремительном росте ставки рефинансирования, которая в какой-то момент достигла уровня 150%. В результате, когда правительство объявило о дефолте, курс рубля к американскому доллару просто рухнул, опустившись за несколько месяцев более чем в три раза.

А теперь давайте рассмотрим сложившуюся ситуацию с точки зрения нашей модели (рис. 4.7).

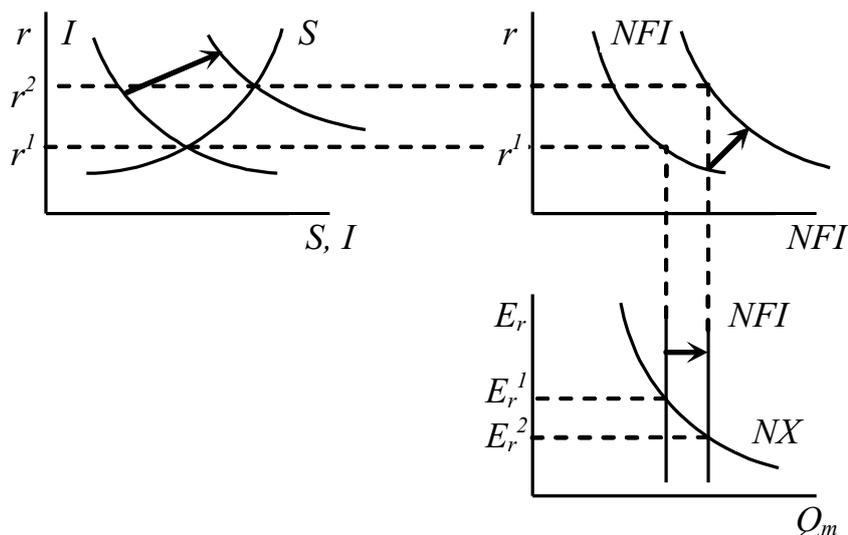


Рис. 4.7 – Процентная ставка и динамика валютного курса в условиях финансового кризиса

Финансовый кризис вызвал массовый отток иностранных инвестиций из России, что привело к увеличению объема чистых иностранных инвестиций, т.е. к сдвигу кривой чистых иностранных инвестиций вправо.

Рост объема иностранных инвестиций вызывает увеличение спроса на заемные средства, необходимые для финансирования этих инвестиций. Чтобы этот вывод был более понятен, поясним его на рассматриваемом примере. Внутренним инвесторам (например, российским гражданам) стало выгодно занимать деньги в рублях, чтобы просто переводить их в доллары. А приобретение иностранной валюты (в данном случае долларов) есть не что иное, как иностранные инвестиции.

В результате реальная процентная ставка растет с r^1 до r^2 .

В то же время предложение национальной валюты на валютном рынке возрастет. Линия предложения на графике валютного рынка смещается в сторону увеличения, т. е. вправо. В результате реальный обменный курс снижается с уровня E_r^1 до уровня E_r^2 . Это находит отражение в пропорциональном снижении номинального курса национальной валюты.

Фактически мы имеем рост учетной ставки ЦБ при *снижении курса национальной валюты*.

Примерно такой же эффект даст и политический кризис, поскольку и в этом случае будет наблюдаться «бегство капитала» из страны.

Теперь можно подвести итоги.



Выводы

Изменение учетной ставки ЦБ в большинстве случаев имеет прямую связь с динамикой курса национальной валюты. Исключением являются ситуации, когда имеют место экономические либо политические кризисы и связанное с ними «бегство капитала» из страны. В этом случае рост процентной ставки будет сопровождаться падением курса национальной валюты.

Валютные интервенции

Валютная интервенция — значительное разовое целенаправленное воздействие центрального банка страны на валютный рынок и валютный курс, осуществляемое путем продажи или закупки банком крупных партий иностранной валюты. Валютная интервенция предпринимается для регулирования курса иностранных валют в интересах государства. Валютные интервенции финансируются за счет резервов Центральными банками и займов — Международного Валютного Фонда, а также за счет выпуска облигаций в иностранной валюте или денежной эмиссии. Обычно интервенции проводятся Центральными Банками при посредничестве уполномоченных банков [13].

Чаще всего валютные интервенции проводил Банк Японии (рис. 4.8). Это связано с тем, что японская экономика на 70% ориентирована на экспорт. С другой стороны, экономика страны восходящего солнца очень сильно зависит от поставок сырья из-за рубежа. Поэтому любое резкое изменение курса йены приводит как к недовольству либо экспортеров (что бывает чаще всего, когда йена укрепляется), либо импортеров, когда йена слабеет. В этой связи ЦБ Японии проводит интервенции. Как правило, они направлены на ослабление йены по отношению к другим

валютам. Еще один банк, который достаточно активно проводит интервенции, это ЦБ Швейцарии (SNB).



Рис. 4.8 – Интервенция Банка Японии в августе 2011 года

4.2.2 Платежный баланс (Balance of Payment, Current Account)



Платежный баланс — соотношение между общей суммой платежей иностранным государствам и общей суммой поступлений от иностранных государств в течение определенного периода.

Платежный баланс (ПБ) — это краткое описание всех международных транзакций между резидентами одной страны и остальной частью мирового сообщества, поскольку каждая транзакция записывается как кредит и дебет за определенный период. ПБ фактически является отчетом об источниках и использовании средств, где источниками финансирования являются те транзакции, которые увеличивают покупательную способность страны. Экспорт товаров и услуг создает источники финансирования, а импорт товаров и услуг представляет собой использование средств. Экспорт товаров, услуг и капитала создает спрос на валюту страны-экспортера и предложение иностранной валюты, поскольку иностранные покупатели используют собственную валюту для покупки валюты экспортера, чтобы заплатить за экспорт. Аналогичным образом, импорт товаров, услуг и капитала создает предложение валюты импортера и спрос на иностранную валюту для урегулирования транзакций. Следовательно, любое неравновесие в предложении и спросе на валюту экспорта или импорта создает временную несбалансированность и чувствительность к валютному и процентному рискам.

В отечественных источниках новостей можно найти данные по двум основным показателям — *торговому балансу* и *платежному балансу*. Первый публикуется ежемесячно, второй — ежеквартально. По обоим показателям в США огромные отрицательные значения.

Используемая терминология не точна, поскольку «баланс» должен быть сбалансирован, т. е. в идеале сумма его разделов должна быть равна нулю (дебет равен кредиту и т. п.).



.....
Платежным балансом (Balance of Payments, International Transactions) на самом деле принято называть соотношение между суммой всех платежей, произведенных данной страной другим странам за определенный период, и суммой всех поступлений, полученных ею за тот же период от других стран.

В сокращенном виде он выглядит вот так.

Структура платежного баланса («плюс» — приток валюты, «минус» — отток валюты):

I. *Баланс по текущим операциям:*

а) *Торговый баланс:*

- экспорт товаров (+);
- импорт товаров (–).

б) *Баланс услуг:*

- экспорт услуг (+);
- импорт услуг (–).

в) *Баланс трансфертных платежей:*

- доходы граждан страны от зарубежных инвестиций (+);
- доходы иностранцев от инвестиций в экономику страны (–);
- трансферты из-за рубежа (+);
- трансферты за рубеж (–).

II. *Баланс по счетам долгосрочных капиталовложений:*

- приток долгосрочных капиталовложений из-за рубежа (+);
- отток долгосрочных капиталовложений за рубеж (–).

III. *Баланс по счетам краткосрочных капиталовложений:*

- приток краткосрочных капиталовложений из-за рубежа (+);
- отток краткосрочных капиталовложений за рубеж (–).

IV. *Ошибки и упущения.*

V. *Итоговый баланс.*

Элементы ПБ:

Счет текущих операций суммирует все транзакции в чистом остатке — торговли товарами и услугами, чистом остатке дохода от прямых инвестиций и портфельных инвестиций и чистых трансфертных платежах наличными или в натуральном выражении за определенный период. Когда страна создает дефицит на своем счете текущих операций, выпуская требования на приобретенные активы, она, по существу, поставляет больше своей валюты на рынок, чем требуется рынку. Это явление создает дополнительный спрос на валюту страны, из которой импортируется больше товаров и услуг, чем экспортируется, и одновременно увеличивается избыточное предложение валюты страны, имеющей дефицит. Избыточное предложение валюты в результате нарушения торгового баланса вызывает цепную реакцию на финансовых рынках, приводя, в конце концов, к девальвации валюты страны для устранения избыточного предложения в среде плавающих ставок.

Счет движения капитала суммирует транзакции по чистым прямым зарубежным инвестициям и чистым портфельным инвестициям в акции, облигации, казначейские векселя и другие чистые краткосрочные или долгосрочные финансовые активы частного сектора или правительственных организаций за определенный период. *Счет текущих операций* и *счет движения капитала* составляют баланс нации. Тем не менее со времени договоренности о плавающем курсе 1976 г. *счет движения краткосрочных капиталов* становится все более и более волатильным, свидетельствуя о важности базисного баланса, состоящего из *счета текущих операций* и *счета движения капитала*.

Официальный резерв иностранной валюты — это портфельное владение Центрального банка иностранной валютой, золотом и другими сертификатами и квазиденьгами, например специальными правами заимствования (Special Drawing Rights — SDR), выпущенными международным валютным фондом в качестве форм резервного кредита своим членам. Способность Центрального банка страны поддерживать свою валюту на желательном валютном курсе непосредственно связана с суммой резерва, который она накопила в качестве балласта против временной несбалансированности. Страны, испытывающие постоянный дефицит в своих счетах текущих операций, вынуждены использовать свои резервы для поддержания стоимости своей валюты. Однако страны с активным сальдо в счете текущих операций обычно наращивают свои резервы и пользуются выгодами от устойчивой валюты, которая может быть антиинфляционной, так как импортные цены падают и местные производители вынуждены поддерживать цену своего отечественного производства на текущем уровне.

Основные уравнения платежного баланса:

В открытой экономике $Y = C + I + G + NX$.

Следовательно,

$$NX = Y - (C + I + G)$$

Чистый экспорт = Совокупный выпуск внутри страны — Сумма расходов отечественных экономических субъектов на покупку товаров, произведенных внутри страны

Те данные, которые публикуются, как правило, под названием «платежный баланс», на самом деле представляют собой *счет текущих операций* (Current Account), являющийся одним из счетов платежного баланса.

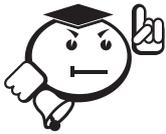
По нему отображаются операции:

- по экспорту и импорту товаров и услуг;
- доходы резидентов, поступающие из-за границы (доходы от собственности и компенсации по трудовым отношениям);
- текущие выплаты нерезидентам (доходы от собственности в США и компенсации по трудовым отношениям);
- односторонние платежи (гранты, пенсии и т. п.).



.....
Данные по торговому балансу — это разница между экспортом и импортом товаров и услуг (при проведении анализа в соответствующих главах мы будем использовать термин «чистый экспорт», который является более точным).

Значения торгового баланса и счета текущих операций различаются незначительно, и эта разница определяется в основном суммой односторонних текущих платежей.



.....
 Всем известно огромное отрицательное сальдо ПБ США. Оно означает, что США импортируют больше товаров из стран, являющихся их торговыми партнерами, чем продают, имея, таким образом, дефицит, который финансируется посредством выпуска долговых расписок торговым партнерам в форме краткосрочных или долгосрочных финансовых активов.

Отрицательные значения счета текущих операций должны каким-либо образом финансироваться.

Давайте вспомним упоминавшееся ранее равенство $NX = NFI$, чистый экспорт равен чистым иностранным инвестициям. То есть любая операция, связанная с проведением международных расчетов, должна в одинаковой мере изменить обе части этого равенства, либо привести лишь к структурным изменениям в одной из них.

Поскольку счет текущих операций все же несколько отличается от чистого экспорта, то применительно к платежному балансу это равенство можно переформулировать следующим образом:

Значение счета текущих операций должно быть равно значению счета финансовых потоков и движения капитала с обратным знаком.

Таким образом, отрицательное сальдо счета текущих операций финансируется за счет поступления в экономику США иностранных инвестиций.



Выводы

Следовательно, можно резюмировать, что функционирование валютного рынка и динамика курсов валют тесно связаны с международным сотрудничеством в области торговли, культурных обменов и международными инвестициями. В финансовом плане отражение того места, которое занимает данная страна в глобальной мировой структуре, выражается ее платежным балансом, представляющим собой итог международных финансовых транзакций резидентов этой страны. Платежный баланс, таким образом, фиксирует соотношение всех основных видов международных взаимодействий: международную торговлю, движение капиталов, международные услуги (туризм и др.), межгосударственные расчеты [15].

Применение данных платежного баланса для проведения фундаментального анализа финансовых рынков затруднено следующими обстоятельствами:

- Данные платежного баланса — это статистические данные, которые публикуются с существенной временной задержкой. Данные по торговому балансу выходят через полтора месяца после завершения отчетного периода (месяц), а данные по счету текущих операций — через два с половиной. Естественно, факторы, приведшие к изменениям в структуре платежного баланса, с точки зрения влияния на динамику валютных курсов и курсов ценных бумаг к этому времени уже отработали. Поэтому анализ платежного баланса может принести гораздо больше пользы при выявлении общих закономерностей в международном движении товаров, услуг и капиталов и динамики валютных курсов, чем для их прогнозирования.
- Статистическая погрешность в отдельные периоды достаточно велика, что ставит под сомнение достоверность аналитических выводов.



Улучшение платежного баланса — рост положительного сальдо платежного баланса (или уменьшение отрицательного сальдо). Таким образом, любые события, вызывающие рост притока валюты в страну и/или уменьшающие отток валюты из страны, улучшают ее платежный баланс.



Ухудшение платежного баланса — снижение положительного сальдо платежного баланса (или рост отрицательного сальдо). Таким образом, любые события, сокращающие приток валюты в страну и/или увеличивающие отток валюты из страны, ухудшают ее платежный баланс.

Одной из важнейших причин изменения состояния платежного баланса является изменение курса валюты (табл. 4.4).



.....
Ревальвация валюты — повышение курса валюты по отношению к другим валютам.



.....
Девальвация валюты — понижение валютного курса по отношению к другим валютам.

Таблица 4.4 – Влияние ревальвации и девальвации валюты на состояние платежного баланса

Состояние валюты	Торговый баланс	Баланс капиталовложений	Платежный баланс
Ревальвация	Экспорт товаров ↓	Экспорт капитала ↑	Ухудшение
	Импорт товаров ↑	Импорт капитала ↓	
	Итог: ухудшение	Итог: ухудшение	
Девальвация	Экспорт товаров ↑	Экспорт капитала ↓	Улучшение
	Импорт товаров ↓	Импорт капитала ↑	
	Итог: улучшение	Итог: улучшение	



Выводы

.....
 Ревальвация ухудшает состояние платежного баланса, девальвация — улучшает [8].

4.2.3 Торговый баланс (Trade Balance, International Trade)

Торговый баланс (Merchandise Trade Balance, TB) есть разница между суммой экспорта и суммой импорта товаров данной страны. Торговый баланс отражает прежде всего конкурентоспособность товаров данной страны за рубежом. Он тесно связан с уровнем курса национальной валюты, поскольку большая положительная величина торгового баланса, его положительное сальдо (преобладание экспорта над импортом) означает приток в страну иностранной валюты, что повышает курс национальной валюты. Отрицательная величина торгового баланса (дефицит торгового баланса — импорт преобладает над экспортом) означает низкую конкурентоспособность товаров данной страны на внешних рынках; это ведет к росту внешней задолженности и падению курса национальной валюты.

С другой стороны, сами по себе изменения курса национальной валюты влияют на результаты международной торговли, а следовательно, и на торговый баланс. При низком курсе национальной валюты товары этой страны получают дополнительное преимущество перед конкурентами на внешних рынках, что ведет к росту

экспорта. Наоборот, из-за роста курса национальной валюты цены национальных товаров на внешних рынках вырастут, что приведет к их вытеснению более дешевыми товарами других стран. Понятно поэтому, что многие действия центральных банков по снижению курсов национальных валют вызваны именно стремлением обеспечить конкурентные преимущества национальным экспортерам.

Данные по торговому балансу публикуются ежемесячно, обычно на 4-й неделе месяца. Форма представления данных — с сезонным выравнением, как в номинальных, так и в фиксированных ценах. Результаты торговли группируются по шести основным категориям товаров (продукты питания, сырье и промышленные запасы, потребительские товары, автомобили, средства производства, другие товары) и по торговле с отдельными странами. Обычно валютный рынок смотрит на торговый баланс страны в целом, а не на отдельные двусторонние балансы торговли с различными странами. Но есть и исключения: торговый баланс США с Японией давно является предметом отдельного рассмотрения из-за традиционно большой величины его дефицита и порождаемых им политических проблем, торговых санкций и т. д.

В отличие от других рядов экономической статистики, данные по торговому балансу не имеют выраженной корреляции со стадиями делового цикла, поскольку на внутреннюю экономическую динамику страны налагаются экономические циклы других стран, которые имеют свои особенности по фазе и амплитуде изменений. При анализе торговых данных надо учитывать также явно выраженную их сезонную зависимость.

В Великобритании торговый баланс выходит под названием Global trade и Non-EU trade balance, т. е. без учета торговли с Евросоюзом. В Великобритании принято отдельно выделять значение торгового баланса со странами, не входящими в Европейский Союз. Выходит ежемесячно.

Внешнеторговая политика государства и изменение валютных курсов

Существует распространенное мнение, что положительное сальдо торгового баланса — это хорошо, а отрицательное — плохо. Также зачастую считается необходимым поддержание отечественных товаропроизводителей, которые не могут выдерживать конкуренцию со стороны более дешевых импортируемых товаров, а также всячески способствовать выходу внутренних товаропроизводителей на международные рынки и завоевание ими там лидирующих позиций.

Конечной целью политики правительств в отношении данных процессов отнюдь не является воздействие на валютные курсы с целью достижения ими конкретных уровней. Предполагается, что все подобные мероприятия должны вести к увеличению благосостояния субъектов национальной экономики в целом. Изменение же валютных курсов может выступать как в качестве одного из инструментов проведения такой политики, так и просто быть побочным ее эффектом.

Однако понимание этих макроэкономических процессов позволяет правильно определить основные тенденции в изменении валютных курсов, располагая информацией, какую внешнеторговую политику склонно проводить правительство той или иной страны.

Методы, при помощи которых могут проводиться эти политики, могут быть следующими: введение импортных тарифов и квот для ограничения импорта, субсидирование фирм-экспортеров для стимулирования экспорта, а также введение квот на экспорт в ту или иную страну под давлением правительства этой страны (так называемое «добровольное ограничение экспорта»).

Давайте рассмотрим влияние внешнеторговой политики государства на изменение валютных курсов при помощи нашей модели.

Предположим, правительство, обеспокоенное «угрожающим» ростом отрицательного сальдо торгового баланса, решает принять меры и вводит квоты на импорт продукции одной из наименее конкурентоспособных отраслей (рис. 4.9).

Естественно это сразу же приведет к снижению импорта и соответственно уменьшению отрицательного сальдо торгового баланса, т. е. росту чистого экспорта.

Обратимся к графикам.

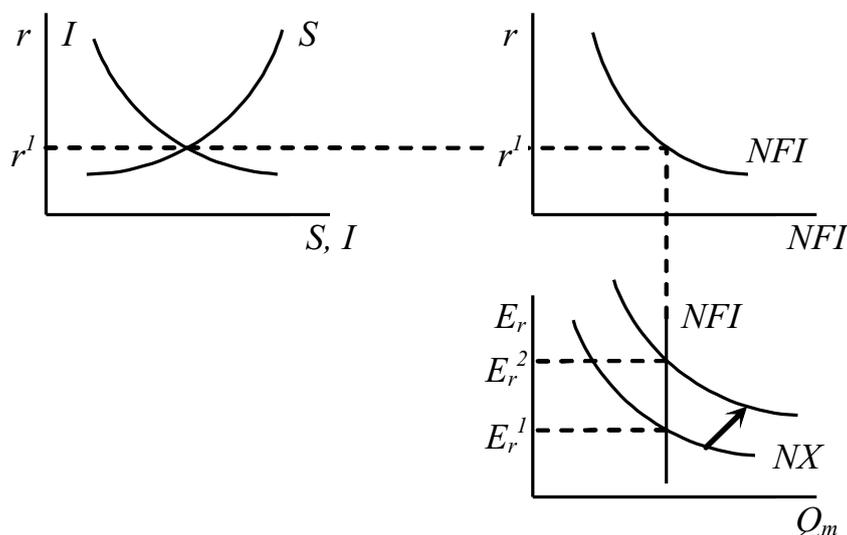


Рис. 4.9 – Влияние внешнеторговой политики государства на валютный курс

Итак, чистый экспорт увеличился при неизменном соотношении внутренних и внешних цен. Кривая чистого экспорта смещается в сторону увеличения, т. е. вправо.

Поскольку чистый экспорт в нашей модели определяет величину спроса на национальную валюту, то соответственно увеличился и спрос. Так как реальная процентная ставка, а следовательно, и величина чистых иностранных инвестиций остались неизменными, то и предложение национальной валюты осталось на прежнем уровне. В результате реальный обменный курс вырос с уровня E_r^1 до уровня E_r^2 , что нашло отображение в пропорциональном росте номинального валютного курса.

Чистый же экспорт (сальдо торгового баланса) остался неизменным! Рост номинального курса национальной валюты привел к тому, что товары на внутреннем рынке стали относительно дороже по сравнению с иностранными. Это стимулирует импорт и одновременно делает менее привлекательным экспорт, а обе эти тенденции работают на компенсацию роста чистого вывоза товаров и услуг, вы-

званного введением квоты. В результате снижаются как импорт, так и экспорт, а сальдо торгового баланса остается неизменным.

Любые меры, направленные на ограничение импорта или стимулирование экспорта приведут к подобным последствиям — росту курса национальной валюты при неизменном соотношении экспорта и импорта.

Аналогично можно проанализировать и мероприятия, связанные с ограничением экспорта. Все произойдет с точностью до наоборот — валютный курс снизится при опять-таки неизменном соотношении экспорта и импорта.



Выводы

Таким образом, можно сделать следующий вывод: внешнеторговая политика оказывает влияние только на курс национальной валюты, но не на внешнеторговый баланс.

В подтверждение, давайте приведем уже известное нам по предыдущим публикациям тождество: $NX = NFI = S - I$.

Чистый экспорт равен чистым иностранным инвестициям, которые в свою очередь равняются национальным сбережениям за минусом внутренних инвестиций. Различные виды внешнеторговой политики не изменяют торгового баланса, поскольку они не влияют на национальные сбережения и внутренние инвестиции.

Для того чтобы реально повлиять на соотношение экспорта и импорта, правительству необходимо проводить мероприятия, влекущие за собой изменение реальной процентной ставки. В этом случае изменится как величина чистых иностранных инвестиций, так и сальдо внешнеторгового баланса. Ну и, конечно, изменения затронут обменный курс национальной валюты. Каким образом — это уже зависит от того, какие мероприятия будет проводить правительство и каким образом они отобразятся на величине реальной процентной ставки.



Выводы

Итак, можно с полной определенностью сделать вывод: если нам известно, что правительство той или иной страны намеревается проводить мероприятия по ограничению импорта или стимулированию экспорта, то это следует рассматривать как фактор, способствующий укреплению курса национальной валюты данной страны, и соответственно учитывать при принятии торговых решений.

Если же правительство планирует ввести меры по ограничению экспорта, то это необходимо расценивать, как сигнал к вероятному будущему снижению валютного курса.

Значение торгового баланса по США публикуется на третьей неделе каждого месяца (обычно в четверг). Является одним из самых сложных показателей, с точки

зрения принятия торговых решений. В США уже давно наблюдается торговый дефицит, который отражает тот факт, что США много ввозит в страну, в первую очередь товары широкого потребления и продовольствие. При этом объем экспорта существенно меньше (рис. 4.10).

Так как этот показатель является запаздывающим, не каждое его изменение можно принимать для открытия позиций. Если торговый баланс США меняется на 3 млрд \$ (в любую сторону), то можно принимать это как торговый сигнал [11].

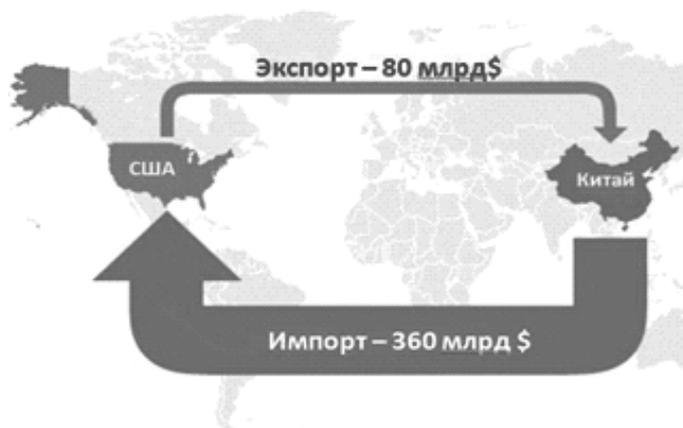


Рис. 4.10 – Экспортные и импортные потоки между США и Китаем в 2010 году

Реакция рынка всегда сонаправленная. Если торговый баланс улучшается, то курс национальной валюты растет и наоборот (рис. 4.11).



Рис. 4.11 – Динамика торгового дефицита США с 2000 по 2011 гг.,
в млрд долл. США

Британский фунт так же хорошо реагирует на публикацию торгового баланса. При этом нужно учитывать, что данные выходят по двум направлениям: непосредственно общий торговый баланс и баланс без учета торговли со странами Еврозоны [11].

Если данные будут отличаться от предыдущего значения или прогноза более чем на 0,5 млрд фунтов, то реакция рынка будет сильной.

Например, 9 марта 2011 года публиковался Торговый баланс (дефицит) Британии за январь (рис. 4.12). Предыдущее значение было 9,6 млрд фунтов, прогноз 8,6 млрд фунтов, реальное значение оказалось лишь 7,1 млрд фунтов. Это привело к росту курса GBP/USD на 100 пунктов.



Рис. 4.12 – Влияние данных по торговому балансу на GBP/USD

4.2.4 Валовой внутренний продукт, ВВП (Gross Domestic Product, GDP)

Валовой внутренний продукт является ключевым показателем состояния национальной экономики и включает в себя в качестве составляющих менее крупные экономические индикаторы.



***ВВП** — общий показатель суммы добавленных ценностей, созданных за определенный период всеми производителями, действующими на территории страны.*

ВВП является обобщающим индикатором силы экономики (или наоборот, ее слабости в периоды спадов). Его связь с валютным курсом всегда очевидна и достаточно непосредственна — чем сильнее растет ВВП, тем крепче национальная валюта. Для валютных рынков это один из главных индикаторов. Реакция на публикацию не только показателей роста основных экономик, но и их исправленных (уточненных) значений бывает весьма значительной.

ВВП считается как в номинальном виде (в текущих ценах), так и в ценах фиксированного периода (реальный ВВП, Real GDP). Отношение номинального ВВП к реальному есть дефлятор ВВП (Implicit Price Deflator), он также публикуется в качестве одного из показателей инфляции. Кроме ВВП, используется также близкий к нему по смыслу показатель валового национального продукта (Gross National Product, GNP), который учитывает суммарное производство товаров и услуг резидентами данной страны, независимо от того, где они находятся, в пределах национальных границ или за рубежом.

Данные по ВВП выпускаются ежеквартально; обычное время выхода для США — 20-е число месяца, следующего за окончанием квартала. В течение последующих двух месяцев публикуются уточненные (пересмотренные — revised) значения показателя. Данные, относящиеся к половине года, могут уточняться до трех лет спустя. При анализе динамики экономических циклов в терминах ВВП следует учитывать явления самых разных масштабов, от очень долгосрочных, как демографические факторы или мировые войны, до более краткосрочных причин, вызывающих дисбалансы в экономике [13].

Определение ВВП, известное по учебникам макроэкономики, дает его двойную запись по компонентам потребления и дохода:

$$GDP = C + I + G + NX = PI + PR,$$

где C — потребление (consumption), I — инвестиции (investment), G — государственные расходы (government spending), NX — торговый баланс ($NetExports = exports - import$), PI — личные доходы (personal income), PR — доходы (profits) собственников.

Рост левой части формулы приведет к росту правой части в целом и каждой ее компоненты в частности, в т. ч. и NX . Логика рассуждений здесь примерно такова: рост ВВП означает общее хорошее состояние экономики, увеличение промышленного производства, приток зарубежных инвестиций в экономику, рост экспорта.

На графике это можно отобразить следующим образом (рис. 4.13):

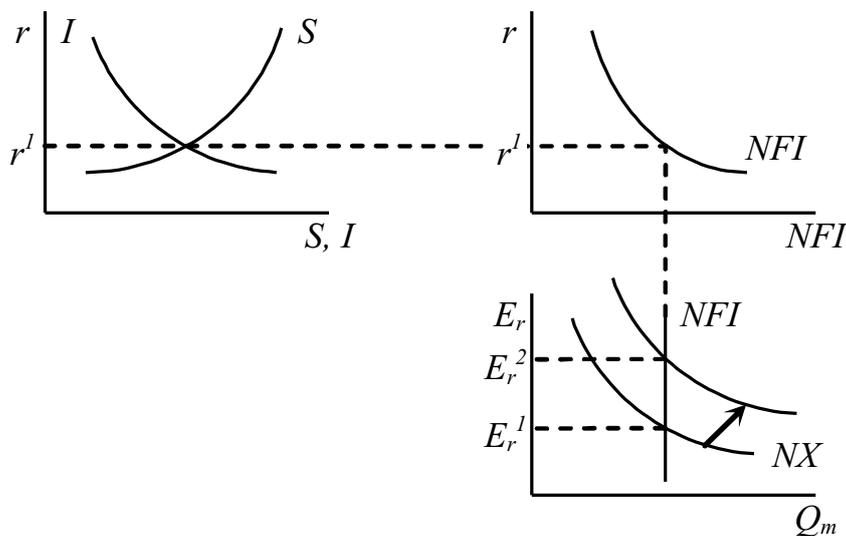


Рис. 4.13 – Влияние роста ВВП на курс валюты

Увеличение зарубежных инвестиций и экспорта приводит к увеличению спроса на национальную валюту со стороны иностранцев, что выражается в росте курса. Продолжающийся в течение нескольких лет рост ВВП приводит к «перегреву» экономики, росту инфляционных тенденций и, следовательно, к ожиданию повышения процентных ставок (как основной антиинфляционной меры), что также увеличивает спрос на валюту.

В приложении к отчету по ВВП публикуются три показателя, на которые мало обращают внимания средства массовой информации. Однако они пристально изучаются профессиональными участниками торгов. Этими тремя индикаторами являются окончательный итог продаж внутреннего продукта, валовые внутренние покупки и окончательный итог продаж внутренним потребителям.

Окончательный итог продаж внутреннего продукта (Final Sales of domestic product) — это показатель долларового эквивалента товаров, произведенных в США за определенный период, которые проданы, а не добавлены в оборотные фонды. Чтобы вычислить данное значение, сначала подсчитывают «изменение в частных оборотных фондах», сравнивая текущий уровень оборотных фондов с уровнем за предыдущий период. Результат показывает, сколько товаров было добавлено на склады предприятий, а следовательно, какая часть произведенного на настоящий момент товара остается непроданной. Изменение в частных оборотных фондах вычитают из ВВП и получают окончательный итог продаж. Это важный показатель, поскольку он рисует более точную картину текущего темпа расходов в экономике, чем ВВП. Сравнивая темпы роста ВВП с окончательным итогом продаж, можно определить, вызван ли экономический рост новым производством или потреблением товаров, которые были произведены ранее и хранились как оборотные фонды.

Валовые внутренние покупки (Gross domestic purchase) учитывают все товары, которые купили жители США, вне зависимости от того, где были произведены эти товары. Эта цифра получается путем вычитания нетто-экспорта из ВВП. Между ВВП и валовыми внутренними покупками есть различие. ВВП — это показатель произведенных внутри страны товаров и услуг, а валовые внутренние покупки — это показатель всех приобретенных внутри страны товаров. Существенный квартальный рост валовых внутренних покупок обычно подразумевает твердый спрос потребителей США, поскольку подсчитываются только покупки товаров, сделанные внутри страны.

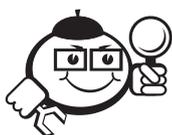
Окончательный итог продаж внутренним потребителям (Final sales to domestic purchases) — это уровень валовых внутренних покупок за вычетом изменений в частных оборотных фондах. Он отражает желание личных хозяйств и предприятий тратить вне зависимости от того, где были произведены товары или услуги. Резкое падение окончательного итога продаж внутренним потребителям предполагает, что покупательная способность потребителей находится на очень низком уровне.

Еще отметим, что в среднем годовой темп роста ВВП начинает снижаться за 4–5 кварталов до спада. Однако не всякое замедление темпов роста ведет к спаду. К тому времени, когда начинают поступать тревожные сигналы, финансовое и политическое руководство страны обычно уже принимает меры, чтобы предотвратить экономический спад. Однако наблюдение за изменениями в годовом росте ВВП может быть полезно для краткосрочных прогнозов. Очень редко направления

в экономике меняются моментально, нужно приложить большие усилия, чтобы привести крупную национальную экономику в порядок. Но в любом случае необходимо отметить, что реакция рынка на публикацию данных по ВВП всегда бывает сильной. Часто бывает так, что через некоторое время рынок может развернуться и пойти туда, куда сформировано «настроение игроков», но первое движение почти всегда бывает в сторону опубликованных данных.

ВВП США и Великобритании публикуется в последних числах месяца, следующего за окончанием квартала.

- В 1-й месяц выходят предварительные данные GDP PRELIMINARY — очень сильная реакция рынка.
- Во 2-й месяц публикуются уточненные (пересмотренные) данные GDP REVISED — как правило, реакция не менее сильная, т. к. пересмотренное значение ВВП очень часто существенно отличается от предварительного.
- На 3-й месяц будут опубликованы окончательные данные GDP FINAL — иногда бывает очень сильная реакция рынков.



Пример 4.4

На рисунке 4.14 изображено, что 29 июля 2011 г. было опубликовано предварительное значение ВВП США за 2-ой квартал, которое оказалось значительно хуже ожиданий рынка: Предыдущее значение — 1,9%, Прогноз — 1,6%, Реальное значение — 1,3%.



Рис. 4.14 – Пример реакции EUR/USD на данные по ВВП США

4.2.5 Индикаторы инфляции

Рассмотрим взаимосвязь инфляции, процентных ставок и изменений валютного курса, применяя нашу модель.

Для дальнейших рассуждений необходимо сделать небольшое отступление.

В экономической теории принято разделять все переменные на две группы. Первую составляют *номинальные переменные*, то есть величины, измеряемые в денежных единицах, а вторую — *реальные переменные* — величины, измеряемые в физических единицах.

Пользуясь такой классификацией, можно провести различие между реальной и номинальной процентными ставками. Ранее мы определяли реальную процентную ставку, как номинальную (банковскую) за минусом инфляции. Теперь можно несколько расширить эти понятия.

Номинальная процентная ставка — это номинальная переменная, поскольку служит мерой дохода, который можно получить на некоторую сумму денег, вложив ее, скажем, в банк.

Реальная процентная ставка — это реальная переменная, поскольку она отображает соотношение реальной стоимости активов в настоящем и будущем с поправкой на инфляцию.

Важность такого подхода заключается в том, что в долгосрочном периоде кредитно-денежная политика государства (т. е. уменьшение или увеличение предложения денег) оказывает влияние только на номинальные величины, а реальные остаются без изменений.

Что произойдет с номинальной процентной ставкой при росте уровня цен? Очевидно, что для того, чтобы заинтересовать людей делать сбережения, а попросту говоря, одалживать деньги банкам, государству или другим людям в том же объеме, что и раньше, номинальная процентная ставка должна быть увеличена. Причем по крайней мере настолько, чтобы покрыть потери населения от инфляции. Это касается как банковских процентных ставок, так и учетной ставки ЦБ. Зависимость, при которой *предложение денег со стороны ЦБ, темпы инфляции и номинальная ставка процента увеличиваются пропорционально, принято называть эффектом Фишера*.

А теперь давайте соберем всю полученную информацию при помощи хорошо нам знакомой модели.

Итак, государство увеличило предложение денег. Это нашло отображение в усилении инфляционных процессов и соответствующем росте уровня цен и снижении стоимости денег. Основываясь на теории паритетов покупательной способности, согласно которой номинальный обменный курс двух стран должен отражать соотношение уровней цен в этих странах, мы имеем рост внутренних цен, что означает снижение номинального обменного курса национальной валюты [12].

В нашей модели это проявится следующим образом (рис. 4.15).

Рост цен на внутреннем рынке приводит к тому, что внутренние товары становятся менее привлекательными, чем иностранные, что должно привести к росту импорта и снижению экспорта, т. е. снижению чистого экспорта. Кривая чистого экспорта смещается в сторону уменьшения, т. е. влево.

Поскольку чистый экспорт в нашей модели определяет величину спроса на национальную валюту, то соответственно уменьшился и спрос. Так как реальная

процентная ставка, а следовательно, и величина чистых иностранных инвестиций остались неизменными (помним о независимости реальных величин от кредитно-денежной политики), то и предложение национальной валюты осталось на прежнем уровне. В результате реальный обменный курс снизился с уровня E_r^1 до уровня E_r^2 , что нашло отображение в пропорциональном снижении номинального валютного курса.

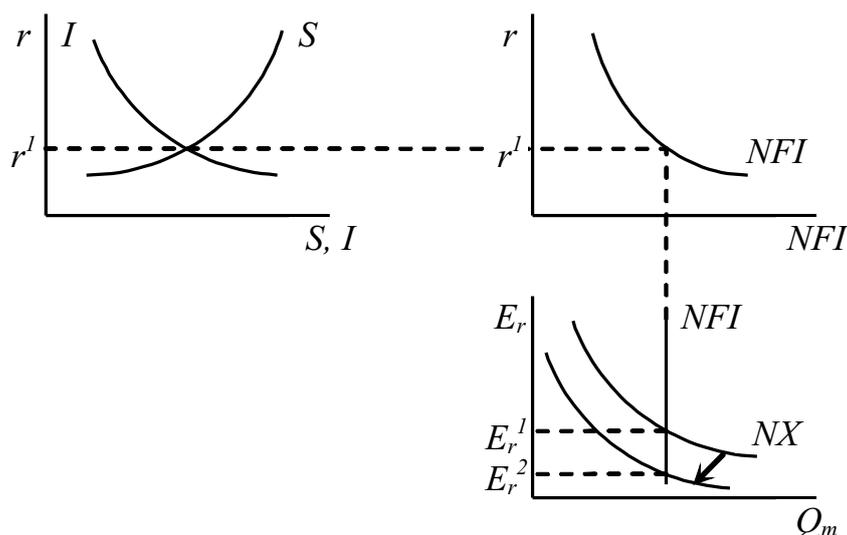


Рис. 4.15 – Влияние инфляции на валютный курс

Таким образом, в долгосрочном периоде мы имеем снижение номинального валютного курса при увеличении предложения денег со стороны государства.

Если разбить рассматриваемый период на более короткие временные промежутки, то получим более сложную картину.

Номинальная процентная ставка не сразу реагирует на ускорение (замедление) инфляционных процессов. То есть в краткосрочном периоде мы получаем как снижение чистого экспорта, так и снижение реальной процентной ставки. Последнее находит отображение в росте чистых иностранных инвестиций и еще большем снижении номинального валютного курса, по сравнению с базовой ситуацией (предлагаю рассмотреть этот процесс на графиках самостоятельно). Спустя некоторое время ЦБ повышает учетную ставку с учетом возросшего уровня инфляции (пропорциональный рост номинальной процентной ставки), и реальная ставка возвращается к исходному уровню. Чистые иностранные инвестиции опять снижаются, и номинальный обменный курс немного увеличивается, но недостаточно, чтобы перекрыть предыдущее снижение.



Выводы

Таким образом, можно сделать выводы. Ускорение инфляции в долгосрочном периоде должно привести к снижению номинального курса национальной валюты (вывод теории ППС). Но это снижение происходит как бы в два этапа: сначала снижение, более существенное, чем снижение соотношения внешних и внутренних цен, а затем некоторая коррекция, связанная с ростом номинальной процентной ставки (увеличение учетной ставки). Именно поэтому крупные спекулянты так внимательно следят за изменениями темпов инфляции (фактически за выходом индексов потребительских и производственных цен и дефлятором ВВП) и связывают их с возможными изменениями учетных ставок, чтобы заранее занять правильную (длинную или короткую) долгосрочную позицию или определить будущее основное направление тренда.

Для измерения инфляции существуют различные индексы, такие как дефлятор валового национального продукта, индекс потребительских цен, индекс цен производителей. Причем рост значения того или иного индекса принято объяснять с точки зрения его структурных изменений, а также за вычетом из них различных групп товаров, например автомобилей или энергоносителей. Допустим, тот или иной индекс вырос в связи с ростом его составляющей, связанной с ростом цен на нефть, и т. п.

Индекс потребительских цен (Consumer Price Index, CPI) — основной показатель инфляции, он измеряет изменение цен товаров и услуг, входящих в фиксированную потребительскую корзину, охватывающую товары и услуги постоянного спроса (продукты питания, одежда, топливо, транспорт, медицинское обслуживание и т. д.). Пример динамики индекса потребительских цен в США изображен на рисунке 4.16.

Выбор состава потребительской корзины является непростой задачей и основывается на специальных статистических исследованиях, поскольку он должен отражать типичный для данной страны состав потребляемых благ, изменение цен на которые действительно объективно показывало бы направление происходящих экономических процессов.

Ввиду того что цены на продукты питания и энергоносители подвержены наибольшим изменениям (как циклическим, так и по причине различных экономических шоков), отдельно также поставляется индикатор CoreCPI, в котором из состава корзины исключены продукты питания и источники энергии (CPI EX FOOD&ENERGY).

CPI публикуется ежемесячно, обычно в десятый рабочий день месяца. Основная форма выпуска — величина изменений по отношению к предыдущему месяцу как для CPI, так и для CoreCPI.

Готовность населения тратить деньги на приобретение благ является важным показателем состояния экономики страны, так как высокий потребительский спрос на товары и услуги, производимые в данной стране, стимулирует подъем производства. Однако нельзя забывать, что рост потребительского спроса, резко пре-

вышающего предложение, ведет к росту инфляции. Если экономика развивается в нормальных условиях, то рост показателя CPI может привести к повышению основных процентных ставок в стране. Это, в свою очередь, приводит к росту курса национальной валюты, так как увеличивается привлекательность вложения средств в валюту с большей процентной ставкой [11].

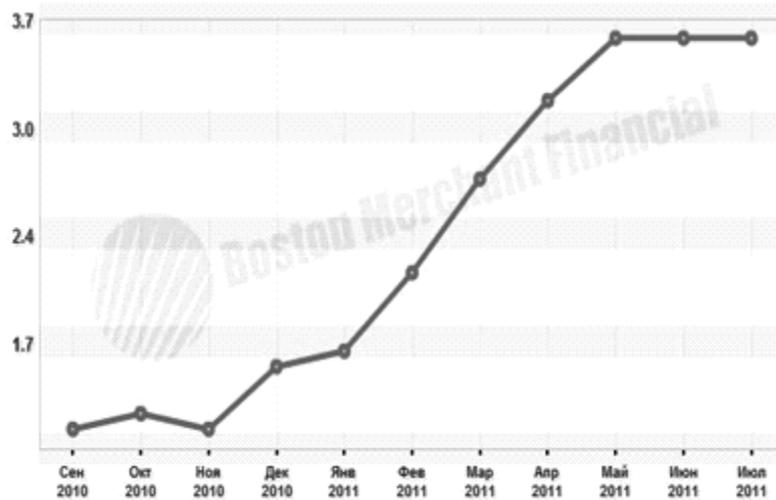


Рис. 4.16 – Пример динамики индекса потребительских цен в США



.....
Необходимо обращать внимание на инфляционные изменения в отдельных группах товаров, т.к. они вызывают изменения на финансовых рынках. Чем изменения многочисленнее, тем они существеннее.

Нужно также учитывать, что отдельные компоненты взаимосвязаны, например, энергия не считается суммарно, т.к. она входит во многие другие услуги и товарные компоненты, т.е. нужно учитывать двойной счет.

Первое, что нужно иметь в виду то, что инфляция имеет собственный цикл, который отстает от цикла роста ВВП. По этой причине обзор средних помесечных изменений CPI может вводить в заблуждение, так как они слишком схожи в течение каждой фазы делового цикла. Это также относится и к чистому значению CPI. Чистое значение CPI показывает усредненное и более корректное значение по циклу потребительских цен, чем общий CPI.

Исторические высокие и низкие уровни для чистого CPI чаще соответствуют фазам спада и расширения, и только в двух из десяти случаев они не соответствуют норме в фазе восстановления.

.....



.....

Индекс цен производителей (Producer Price Index, PPI) — индекс с фиксированным набором весов, отслеживающий изменения в ценах, по которым продают свои товары национальные производители на оптовом уровне реализации. PPI охватывает все стадии производства: сырье, промежуточные стадии, готовую продукцию, а также все сектора: промышленность, добычу, сельское хозяйство. Цены импортных товаров в него не входят, но оказывают влияние на него через цены импортируемых сырья и комплектующих. Таким образом, главное отличие его от индекса потребительских цен в том, что он охватывает только товары, но не услуги, и на оптовом уровне их реализации.

.....

Индикатор считается более достоверным, если в нем не учитываются цены пищевой и энергетической отраслей промышленности, отличающиеся высокой волатильностью: $CorePPI = (PPI \text{ EX } FOOD\&ENERGY)$. Если потребительские цены имеют свойство всегда расти, то цены производителей могут иметь и периоды вполне заметного падения.

Показатель PPI публикуется ежемесячно в десятый рабочий день месяца.

По Великобритании эти же показатели публикуются несколько по-иному.

Retail price index (RPI) — Индекс розничных цен.

Определяет изменение уровня цен на «корзину» товаров потребления. Показателем уровня инфляции служит индекс розничных цен без учета процентных платежей по кредитам на приобретение недвижимости (RPI-X). Индекс розничных цен, рассчитанный по единой формуле, для сравнения с аналогичными индексами в других странах называется гармонизированным (HICP). Если темпы роста индекса превышают запланированное значение, то обычно Банк Англии повышает процентные ставки. Выходит ежемесячно. Оказывает значительное влияние на рынок.

Producer output prices (PPI output) — Промышленные цены «на выходе».

Определяется как изменение уровня отпускных цен на товары в промышленности. Сильный индикатор инфляции. Отражает инфляционные давления на экономику со стороны производителей (рост цен «на выходе» может не отразиться на индексе инфляции, так как возможно снижение издержек в сфере торговли). Из общего значения индикатора обычно выделяют часть, не учитывающую цены на продукты, алкоголь, табачные изделия и топливо (цена на эти товары считается очень изменчивой величиной). Выходит ежемесячно. Оказывает значительное влияние на рынок.

Producer input prices (PPI input) — Промышленные цены «на входе».

Определяется как изменение уровня цен на комплектующие и полуфабрикаты в промышленности (рост цен «на входе» может не отразиться на индексе инфляции, так как возможно снижение издержек в процессе производства). Сильный индикатор инфляции. Из общего значения индикатора обычно выделяют часть, не учитывающую цены на продукты, алкоголь, табачные изделия и топливо (цена на эти товары считается очень изменчивой величиной). Выходит ежемесячно. Индикатор принимается рынком во внимание.

Import prices — Цены на импорт.

Индекс отражает изменение цен на импорт за месяц. Является индикатором инфляции. Поскольку при расчете индекса потребительских цен (CPI) учитываются цены на импортные товары и услуги, то данное значение характеризует вклад цен на импорт в общую картину изменения розничных цен на «корзину» товаров и услуг. Оказывает ограниченное влияние на рынок. В условиях ожидания повышения основных процентных ставок рост значения индекса приводит к росту курса доллара. Его значение публикуется каждый месяц около 10-го числа в 08:30 EST (Нью-Йорк)¹ одновременно с показателем «Export prices».

Export prices — Цены на экспорт.

Индекс отражает изменение цен на экспорт за месяц. Является индикатором инфляции. Оказывает ограниченное влияние на рынок. В условиях ожидания повышения основных процентных ставок рост значения индекса приводит к росту курса доллара. Его значение публикуется каждый месяц около 10-го числа в 08:30 EST (Нью-Йорк) одновременно с показателем «Import prices».

В Японии публикуется еще и такой индикатор, как Wholesale price index (WPI) — индекс оптовых цен.

Он отражает изменение уровня цен крупных партий товаров. Вычисляется как средневзвешенное трех составляющих: внутренних оптовых цен, оптовых цен на экспорт и оптовых цен на импорт. WPI считается лучшим индикатором инфляции, чем CPI, так как непосредственно отражает состояние в бизнес-секторе.

Есть еще некоторые показатели инфляции, хотя они не оказывают такого сильного влияния на курсы валют, но не отметить их нельзя.

Real earnings (Real average weekly earnings) — Средняя заработная плата за неделю.

Индекс рассчитывается с учетом инфляции (очищен от влияния инфляции). Для исключения влияния инфляции расчет производится по отношению к базовому году, за который принят 1982 год. Выражается в виде абсолютного значения и в виде индекса по отношению к предыдущему периоду рассмотрения. Он может служить индикатором развития инфляционных процессов, связанных с ростом стоимости рабочей силы. Оказывает ограниченное влияние на рынок. В условиях ожидания повышения основных процентных ставок рост его значения может привести к росту курса доллара. Публикуется, как правило, в середине каждого месяца в 08:30 EST (Нью-Йорк) одновременно с показателем «CPI» (Индекс потребительских цен).

Average hourly earnings — Средняя почасовая заработная плата.

Выражается в виде абсолютного значения и в виде индекса по отношению к предыдущему периоду рассмотрения. Является индикатором потенциальной инфляции, связанной с ростом стоимости рабочей силы. Оказывает значительное влияние на рынок. В условиях ожидания повышения основных процентных ставок рост его значения может привести к росту курса доллара. Публикуется, как правило, в первую пятницу каждого месяца в 08:30 EST (Нью-Йорк) одновременно с показателем «Nonfarm payrolls».

¹EST (Eastern Time) — время на восточном побережье США и Канады: GMT-5, разница с Москвой 8 часов (МСК-8), разница с Томском: ТСК-12 (летом), ТСК-11 (зимой).

4.2.6 Дефицит государственного бюджета (Deficit of Budget) и валютный курс

В многочисленных аналитических обзорах можно встретить выводы типа «ожидаемое в этом квартале увеличение дефицита государственного бюджета США является негативным фактором для курса доллара». Давайте выясним, действительно ли это так?

«Рост дефицита госбюджета» означает, что правительственные расходы возросли, в то время как доходы бюджета либо не выросли, либо выросли, но недостаточно, чтобы покрыть увеличение расходов. То есть, можно сказать, что в национальной экономике стали больше тратить и меньше сберегать.

Формализованное подтверждение данного вывода: с точки зрения исчисления по расходам валовый внутренний продукт (ВВП, GDP) представляет собой рыночную стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных внутри страны как резидентами, так и нерезидентами за определенный период времени. Он складывается из четырех составляющих: личного потребления (C), инвестиций (I), государственных расходов (G) и чистого экспорта (NX).

$$Y = C + I + G + NX.$$

Национальные сбережения (S), в свою очередь, представляют собой средства, которые остаются после оплаты государственных расходов и расходов на потребление. То есть:

$$S = Y - C - G.$$

Теперь давайте взглянем на правую часть последнего равенства. Рост дефицита государственного бюджета фактически означает увеличение госрасходов (G), следовательно, правая часть равенства уменьшилась, что означает соответствующее уменьшение левой части, то есть сбережений.

Настало время вспомнить про рынок заемных средств, на котором устанавливается равновесная реальная процентная ставка. Сбережения, как мы помним, представляют собой предложение заемных средств.

Обратимся к рисунку 4.17.

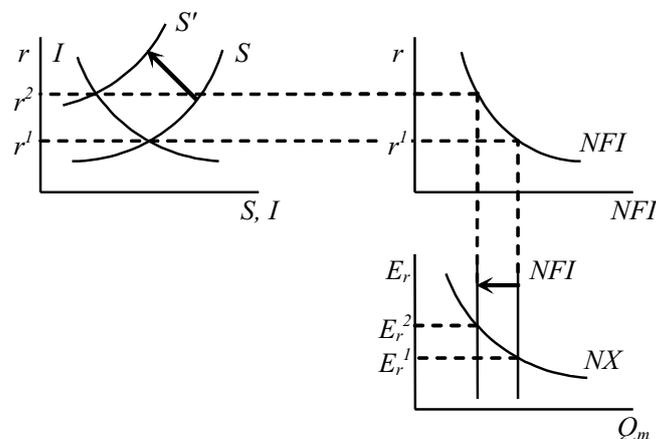


Рис. 4.17 – Влияние роста дефицита госбюджета на валютный курс

Итак, государство занимает деньги для покрытия выросшего дефицита госбюджета, уменьшая тем самым предложение заемных средств, которые частный сектор мог бы использовать для инвестиций. Кривая предложения заемных средств на рисунке 4.17 сдвигается в сторону уменьшения, т. е. влево.

В результате имеем рост реальной процентной ставки с r^1 до r^2 . Естественно, рост процентной ставки заставляет часть потенциальных заемщиков отказаться от планов осуществления инвестиций в кредит. Снижение инвестиционной активности вследствие роста объемов государственных заимствований называется *эффектом вытеснения*.

Переходим к следующему графику зависимости NFI от процентной ставки.

Реальная процентная ставка выросла, что должно привлечь желающих из-за границы инвестировать средства во внутренние активы, поскольку стоимость заемных средств на внешнем рынке стала относительно меньше. Часть внутренних инвесторов, имеющих иностранные активы, также предпочтут с ними расстаться, чтобы разместить высвободившиеся средства в национальные активы. Чистые иностранные инвестиции снижаются.

Теперь внутренним инвесторам потребуется меньше иностранной валюты для приобретения иностранных активов, и, следовательно, предложение национальной валюты на валютном рынке сократится. Линия предложения на графике валютного рынка смещается в сторону уменьшения, т. е. влево. В результате реальный обменный курс увеличивается с уровня E_r^1 до уровня E_r^2 . Это находит отражение в пропорциональном росте номинального курса национальной валюты. Повышение курса национальной валюты, в свою очередь, приводит к удорожанию внутренних товаров относительно зарубежных, что приводит к росту импорта и уменьшению экспорта, а следовательно, к снижению сальдо торгового баланса (чистого экспорта).



Выводы

Рост дефицита госбюджета ведет к росту реальной процентной ставки, снижению чистых иностранных инвестиций, *росту курса национальной валюты* и снижению сальдо торгового баланса.

Таким образом, мы пришли к заключению, что распространенное мнение о том, что рост дефицита госбюджета приводит к снижению курса национальной валюты, как правило, является ошибочным.

Почему «как правило»? Существует два обстоятельства.

Во-первых, инвестиции являются одним из важнейших факторов долгосрочного экономического роста, а рост дефицита госбюджета ведет к снижению внутренних инвестиций, что означает неизбежное замедление темпов экономического роста. В долгосрочной перспективе это вполне может привести к снижению курса национальной валюты (эту ситуацию мы обязательно рассмотрим в дальнейшем).

Во-вторых, рассмотренная нами ситуация предполагала, что финансирование возросшего дефицита госбюджета будет производиться посредством государствен-

ных заимствований (что свойственно для экономик развитых стран, в частности США). Однако возможен другой вариант развития событий. Государство может просто запустить станок и напечатать необходимое количество денежных знаков.

Эффект от такого мероприятия мы рассматривали при изучении теории ППС: государство увеличивает предложение денег, это вызывает рост цен на внутреннем рынке, что ведет к снижению номинально обменного курса. Но стоит отметить, что такой подход более свойственен слаборазвитым странам или странам с переходной экономикой. Если мы проводим анализ только в отношении национальных валют экономически развитых стран, то этот вариант можно не принимать во внимание.

4.2.7 Данные по безработице (unemployment) и занятости (employment)

Регулярно (ежемесячно или еженедельно) публикуется целый ряд экономических показателей, характеризующих текущее состояние рынка труда. Наиболее значимые из них — это количество новых рабочих мест в несельскохозяйственной сфере (Nonfarm Payrolls), уровень безработицы (Unemployment Rate) и количество обращений за пособиями по безработице (Jobless Claims).

Рынок уделяет им достаточно большое внимание, особенно первому из перечисленных показателей, что находит отражение в значительных колебаниях валютных курсов, связанных с выходом этих данных.

Рассмотрим влияние краткосрочных изменений состояния рынка труда на валютный курс. Для этого вспомним об обратной зависимости между безработицей и уровнем инфляции в краткосрочном периоде. То есть высокая инфляция сопровождается относительно низким уровнем безработицы, и наоборот. На графике это выглядит так (рис. 4.18).



Рис. 4.18 – «Кривая Филлипса» — взаимосвязь инфляции и безработицы в краткосрочном периоде

Понимание этой зависимости необходимо для осознания мотивов и последствий проводимой государством кредитно-денежной политики. Варьируя предложение денег, ЦБ может преследовать цель как борьбы с инфляцией, так и уменьшения безработицы.

Однако следует помнить о краткосрочном характере выявленной зависимости. То есть проведение правительством мероприятий, ускоряющих инфляцию, позволит лишь на некоторое время добиться снижения уровня безработицы. Затем безработица опять вернется к своему естественному уровню, а вот инфляцию назад уже так просто не вернуть.

Пояснить это можно следующим образом. При росте инфляции в краткосрочном периоде производители будут нанимать большее количество рабочих для увеличения объема производства. Однако в долгосрочном периоде в целях минимизации издержек производства они будут иметь возможность увеличить основные фонды и вернуться к оптимальной комбинации труда и капитала. Часть рабочих в этом случае будут уволены.

Если вспомнить о рассматривавшемся нами ранее разделении экономических переменных на номинальные и реальные, то можно сказать, что инфляция — это номинальная величина, так как показывает, насколько возросли цены, и измеряется в денежных единицах, а безработица — это реальная величина, поскольку измеряется в физических единицах (количество людей). Как известно, кредитно-денежная политика государства в долгосрочном периоде влияет только на номинальные величины.

Итак, влияние краткосрочных изменений на рынке труда на динамику валютного курса будет следующим.

Допустим, на протяжении нескольких месяцев наблюдалась неблагоприятная ситуация на рынке труда, о чем свидетельствовал выход негативных данных. Если предположить, что государство попытается решить эту проблему с применением монетарных (денежно-кредитных) методов, то получим ускорение инфляции. Что произойдет в этом случае с курсом национальной валюты — подробно разбиралось ранее. Курс национальной валюты должен снизиться.

Влияние долгосрочных изменений состояния рынка труда на валютный курс

В данном случае имеется в виду изменение естественного уровня безработицы. Рассмотрим такую ситуацию.

Значение показателя Nonfarm Payrolls может меняться от месяца к месяцу, но, допустим, за какой-то существенный промежуток времени (год или больше) произошел его значительный рост.

В экономической литературе можно встретить такую информацию, что рост показателя Nonfarm Payrolls на 200000 соответствует росту ВВП на 3%.

Итак, в течение длительного промежутка времени было создано значительное количество новых рабочих мест в несельскохозяйственной сфере. Из этого можно сделать вывод, что ВВП рос и в ближайшие месяцы (годы) будет расти более быстрыми темпами, чем ранее.

А теперь вспомним, из чего складывается ВВП. Он складывается из четырех составляющих: личного потребления (C), инвестиций (I), государственных расходов (G) и чистого экспорта (NX):

$$Y = C + I + G + NX.$$

Увеличение правой части равенства (ВВП) возможно в случае роста одного из (всех) его составляющих.

Если это будут государственные расходы (G), то будем иметь рост дефицита (снижение профицита) государственного бюджета. Курс национальной валюты в этом случае должен вырасти.

Если это будет рост чистого экспорта, который определяет спрос на национальную валюту на валютнообменном рынке, то номинальный курс национальной валюты также должен вырасти.

Рост инвестиций будет означать увеличение спроса на заемные средства, что приведет к росту реальной процентной ставки и, в конечном итоге, также к росту валютного курса.

Все эти рассуждения можно проверить на графиках.

Рост безработицы (падение занятости), как правило, сопровождается падением курса национальной валюты. Однако для каждой страны сегодня существуют официально распространенные данные по эффективной безработице, т. е. по допустимым и даже желательным для процветания экономики размерам безработицы. На сегодня эти размеры колеблются от 3 до 7 процентов от всего работоспособного населения в зависимости от страны.



Выводы

Таким образом, сделаем вывод. При положительных изменениях на рынке труда (снижение безработицы, рост числа новых рабочих мест и т. п.) независимо от того, какой временной промежуток мы рассматриваем, номинальный курс национальной валюты должен расти. И наоборот.

Следует отметить, что показатели безработицы и занятости по Европе и Японии рынком в основном не учитываются, зато данные по рынку труда США являются одними из наиболее сильных и оказывают влияние на ход торгов.

Вообще отметим, что, когда выходят данные по рынку труда США (в первую пятницу месяца), они представляются целым блоком, в который входят Unemployment rate, Non farm Payrolls, Average hourly earnings (средняя почасовая заработная плата), Average workweek (средняя продолжительность рабочей недели). Последние 2 индикатора являются вспомогательными и относятся не только к рынку труда, но и к показателю инфляции.

Есть определенные закономерности, связывающие уровень безработицы с темпом роста ВВП. Например, рост реального ВВП до 2,3% п/п — уровень, который должен быть превышен для оказания существенного влияния на значение безработицы. Каждый 1% прироста ВВП приводит к снижению безработицы на 0,07% в текущем квартале. Если прирост реального ВВП в среднем составляет 3% за квартал в течение данного года, то ставка безработицы снизится на 0,2% к концу года. Сокращение уровня безработицы на 1% соответствует росту объема ВВП на 3%. Значение безработицы является опережающим экономическим индикатором на пиках делового цикла, но запаздывающим показателем во впадинах делового цикла.

Существует ряд дополнительных факторов, оказывающих влияние на безработицу: миграционные и демографические факторы, минимальный уровень заработной платы, различия в темпах экономического роста по секторам, страхование на случай безработицы, влияние профсоюзов, уровень налогов. Для примера на рисунке 4.19 представлена динамика уровня безработицы в США с 1990 по 2011 гг.



Рис. 4.19 – Динамика уровня безработицы в США с 1990 по 2011 гг.

Ключевой показатель рынка труда США *Non farm Payrolls (NFP)*. Рабочие места вне аграрного сектора — это оценка общего количества наемных рабочих (проходящих по платежным ведомостям предприятий) в стране. Оценка делается на основе опроса около 400 тысяч компаний и 50 тысяч домашних хозяйств. Данные обновляются ежемесячно и корректируются с учетом сезонных колебаний, чтобы по ежемесячным изменениям параметра была видна текущая тенденция. К примеру, занятость в розничном секторе растет перед Рождеством и затем падает после окончания праздников. Чтобы эти регулярно повторяющиеся колебания занятости не искажали долгосрочную тенденцию показателей занятости, и устраняется сезонный фактор. Публикуется, как правило, в первую пятницу каждого месяца в 08:30 EST (Нью-Йорк).

Nonfarm Payrolls (NFP или NFPR) в тыс. чел. (при публикации используется символ *K*, обозначающий тысячу) — платежные ведомости, согласно которым работникам несельскохозяйственного сектора выдается заработная плата. Payrolls — показатели, рассчитываемые организацией Бюро Трудовой Статистики, предоставляемые ежемесячно в отчете Национальной текущей статистики занятости и отражающие динамику занятости в экономике США [15].

NFP — основной индикатор занятости. Конечно, такие данные как, например, ВВП, являются более важными, однако они публикуются только кварталю. Важность Payroll вытекает из того факта, что каждый месяц этот отчет первым дает сигнал об условиях занятости в предыдущем месяце и задает тон на следующий месяц. В этом отчете также фигурирует информация о занятости, средней рабочей неделе, среднечасовой заработной плате и проценте безработицы. Сезонно сглаженная занятость в несельскохозяйственном секторе, Nonfarm Payrolls — одна из наиболее важных цифр отчета по занятости. Сельскохозяйственный сектор не используется, так как данные по нему подвержены сильным сезонным колебаниям.

Индикатор NFP строится на данных из двух опросов:

Первый опрос — анкеты, собираемые государственными агентствами от 400000 предприятий несельскохозяйственного сектора (примерно 40% рабочих мест в США). Данные покрывают следующие главные отрасли:

- производство товаров;
- строительство;
- добывающую промышленность;
- производство услуг;
- транспорт;
- предприятия общественного пользования и коммунальные службы;
- оптовую и розничную торговлю;
- финансы;
- страхование;
- отрасль недвижимости;
- правительственные службы.

Опрашиваются сотрудники предприятий с числом рабочих мест более 250 и репрезентативная выборка предприятий с числом рабочих мест менее 250. Опрашиваемые предприятия предоставляют данные из своих платежных ведомостей, которые используются для бухгалтерского и налогового учета. Второй опрос происходит в рамках программы Текущего демографического исследования, в котором участвуют около 50000 домашних хозяйств. По всем данным проводится сезонное сглаживание, поскольку показатели некоторых отраслей содержат значительные сезонные колебания.

Данные наиболее актуальны по США, после их публикации наблюдается сильная динамика в обе стороны. Выходят в первую пятницу месяца. Хорошая реакция на эти данные у Канадского доллара (CAD). Данные по Евроне, Британии, Японии редко приводят к сильным движениям на рынке.

Влияние данных по «нонфармам» на финансовые рынки

Валютный Рынок: больший, чем ожидалось, рост занятости Payroll Jobs при прочих равных условиях вызывает рост национальной валюты, поскольку показывает на общее укрепление экономики, усиление потенциального внутреннего спроса и ведет к повышению процентных ставок в стране. Влияние на рынок: всегда сильное, поскольку Payroll Jobs является одновременно и самостоятельно важным индикатором, и одним из наиболее ранних сигналов экономической активности предыдущего месяца. ФРС обычно внимательно отслеживает отчет о занятости, и от него в значительной степени зависят изменения в кредитно-денежной политике [11].

Процентные ставки: Больше, чем ожидалось, месячное увеличение индикатора или растущий тренд понимается рынком облигаций как инфляционный фактор, вызывающий рост процентных ставок и падение цен на облигации. Поэтому рынок облигаций считает слабый отчет благоприятным, и наоборот.

Рынок акций: влияние неопределенное. С одной стороны, больший, чем ожидалось, рост показателя говорит о высоких темпах экономического роста и более высоких потенциальных прибылях, что хорошо для рынка акций. С другой стороны, показатель может увеличить ожидаемую инфляцию и привести к росту процентных ставок, что плохо для рынка акций. Первый эффект доминирует в фазе рецессии делового цикла и на ранних стадиях экономического подъема, второй эффект доминирует, когда экономика близка к вершине делового цикла.

Данные по платежным ведомостям используются для предсказания других экономических индикаторов. Например, существует сильная корреляция между платежными ведомостями по строительству и объемами строительства новых домов, производственной и промышленной активностью, общими данными по платежным ведомостям и личными доходами. Данные также используются для уточнения оценок ВВП. Payrolls используются для предсказания возможности или скорости изменения ставок ФРС США по федеральным фондам. Несмотря на то, что данные по платежным ведомостям являются важными, они часто и сильно пересматриваются.

Примеры реакции рынка на публикацию данных о состоянии американского рынка труда (рис. 4.20):



Рис. 4.20 – EUR/USD, май 2011 года, реакция на NFP

Проведенные нами исследования показали следующее:

- реакция рынка на данные по NFPR в большинстве случаев «классическая» — рост показателя NFPR сопровождается ростом курса доллара США, и наоборот (см. первые два примера);
- в ряде случаев наблюдаются небольшие «противоходы» в первые минуты после выхода показателя (см. предыдущий пример);

- относительно небольшое число нонфармов рисуют «Z» — ход в одну сторону в первый час после выхода данных с мощным противоходом в последующие несколько часов (см. пример ниже);
- наилучшей тактикой работы является выставление бай- и селл-ордеров на текущие экстремумы дня за полчаса-час до выхода новостей.

Примеры влияния «нонфармов» приведены ниже (рис. 4.21 и рис. 4.22).



Рис. 4.21 – EUR/USD, июнь 2011 года, реакция на NFP



Рис. 4.22 – EUR/USD, июль 2011 года, реакция на NFP

Средняя почасовая заработная плата выражается в виде абсолютного значения в виде индекса по отношению к предыдущему периоду рассмотрения. Является индикатором потенциальной инфляции, связанной с ростом стоимости рабочей силы. Оказывает среднее влияние на рынок. В условиях ожидания повышения процентных ставок рост его значения может привести к росту курса доллара.

Средняя рабочая неделя. Этот индикатор показывает среднюю продолжительность рабочей недели в течение месяца. На рынок практически не влияет. Используется для долгосрочного анализа состояния занятости в стране. Он является хорошим показателем состояния рынка труда на разных стадиях экономического цикла. Его считают одним из определяющих индикаторов для таких показателей, как Industrial production (промышленное производство) и Personal income (личные доходы), значения которых публикуются позднее.

Поэтому экономисты уделяют основное внимание только двум основным показателям, но выделить, что важнее — уровень безработицы UNR или занятость за исключением с/х работников NFP, — достаточно сложно. Отметим, что оба этих параметра совершенно не зависят друг от друга, поэтому часто бывает такая ситуация, что одновременно с ростом количества вновь созданных рабочих мест NFP растет и общая ставка безработицы и наоборот. Хотя, чаще всего, эксперты уделяют более сильное внимание показателю Non Farm Payrolls [12].

Если ситуация на рынке труда изменяется в одном направлении несколько месяцев подряд, то это говорит о серьезных тенденциях в экономике страны. Правда, отметим, что рынок труда — это сильно запаздывающий индикатор (5–6 месяцев), поэтому улучшение ситуации в экономике отразится на уровне безработицы и занятости только через полгода.

Jobless claims (Initial claims) — заявки на пособие по безработице. Показывает недельное изменение количества заявок на получение пособий по безработице. Публикуется каждую неделю по четвергам в 08:30 EST (Нью-Йорк) или 13:30 GMT. Эти цифры не всегда отражают реальную картину событий. Они иногда искажаются краткосрочными факторами, такими как федеральные или местные праздники. Этот индикатор может давать представление о том, каким в следующий раз выйдет показатель «Nonfarm payrolls». Например, если в течение месяца значение индикатора «Jobless claims» последовательно уменьшается, то велика вероятность того, что значение показателя «Nonfarm payrolls» будет большим. Оказывает ограниченное влияние на рынок. Уменьшение количества заявок на пособие по безработице является благоприятным фактором для роста курса доллара. Считается «эффективным» на уровне 300–350 тысяч. Как правило, jobless claims.

Help-wanted index — индекс количества требуемых работников характеризует объем опубликованных объявлений в газетах о найме рабочих и служащих. 1987 год был положен за базисный, тогда его значение равнялось «100». При его анализе используют «скользящие средние» (moving average). Если скользящая средняя показывает изменение тренда индекса в течение нескольких месяцев, то это может служить признаком изменения ситуации на рынке труда. Также индекс может давать представление о возможном изменении экономической ситуации в разных регионах страны. Практически не оказывает влияния на рынок. Его влияние ограничено тем, что в расчет принимается только ограниченное количество крупных региональных газет. Его значение публикуется, как правило, в последний четверг каждого месяца в 10:00 EST (Нью-Йорк).

4.2.8 Индикаторы денежной статистики

Количество денег, находящихся в обращении, тесно связано с потребностью в них для обеспечения торгового оборота, кредита, инвестиций, международных расчетов. Стремление к устойчивости экономического развития требует поддержания денежной массы в определенной пропорции к производимому объему товаров и услуг, так как нарушение пропорций ведет ко многим проблемам. Это соотношение пропорциональности принято записывать в виде уравнения, называемого основным уравнением количественной теории денег:

$$MV = PQ,$$

где M — объем денег в обращении, V — скорость обращения денег, Q — объем выпуска в экономике (реальный ВВП), P — средний уровень цен в стране.

Для установления связи величины M с обменным курсом полезно сравнить два таких уравнения, записанных для двух стран; если индексом f обозначить показатели для иностранной экономики, а индексом d — для национальной экономики, то из двух полученных уравнений:

$$M_f \times V_f = P_f \times Q_f, \quad M_d \times V_d = P_d \times Q_d.$$

Можно составить выражение для обменного курса двух валют (S):

$$S = \frac{P_d}{P_f} = \frac{M_d G_f V_d}{M_f Q_d V_f}.$$

В количестве единиц национальной валюты за одну единицу иностранной валюты. Это простое уравнение показывает, что изменение соотношения M_d/M_f объемов денежной массы в двух странах (при сохранении других параметров обращения денег) естественным образом влечет изменение взаимного курса двух рассматриваемых валют.

Точно так же, как при выводе относительного варианта паритета покупательной способности, и здесь можно перейти к относительным изменениям величин (имевшим место за некоторый промежуток времени от t до $t + T$); если считать, что изменяются только показатели денежной массы, а изменениями прочих параметров пренебречь, то получим связь относительного изменения обменного курса с относительными изменениями объемов денежной массы: $dM = (M_{(t+T)} - M_{(t)})/M_{(t)}$ (соответственно для d и для f).



Пример 4.5

Если, например, денежная масса по евро за некоторый период выросла на 3,5%, а по доллару на 6%, то это означает, что курс EUR/USD должен за этот период измениться (упасть) примерно на 2,5%.

Данные по денежной массе

Рост денежной массы, как правило, сопровождается падением курса национальной валюты. Однако иногда данные по росту денежной массы приводят к ожиданиям повышения учетной ставки и, в конечном итоге, к повышению курса.

Количество денег, находящихся в обращении (Money Supply), есть один из существенных факторов, формирующих валютный курс. Избыток одной валюты создаст повышенное предложение ее на международном валютном рынке и вызовет снижение ее курса по отношению к другим валютам. Соответственно дефицит валюты, при наличии спроса на нее, приведет к росту курса.

Показателями, измеряющими количество денег в обращении, являются так называемые денежные агрегаты (Monetary Aggregates), которые учитывают количество денег разных видов, характеризуя и состав денег (структуру денежной массы). Сами денежные агрегаты определяются несколько по-разному в различных странах, но общий их смысл при этом вполне аналогичен. Мы, как обычно, рассмотрим здесь вариант, принятый в американской банковской системе, где формируются данные по четырем денежным агрегатам:

- $M0$ — банкноты и монеты в обращении;
- $M1$ — наличные деньги в обращении, находящиеся за пределами банков, дорожные чеки, депозиты до востребования, прочие чековые депозиты;
- $M2 = M1 +$ нечековые сберегательные депозиты, срочные вклады в банках, однодневные операции РЕПО, однодневные долларовые депозиты резидентов США, средства на счетах взаимных фондов;
- $M3 = M2 +$ краткосрочные государственные облигации, операции РЕПО, евродолларовые депозиты резидентов США в зарубежных филиалах американских банков.

В США используется еще один, более широкий денежный агрегат, но считается, что основным показателем, сильно коррелированным с валютными рынками, является $M2$, поэтому дальнейшие подробности мы опускаем.

Данные по денежным агрегатам США публикуются еженедельно.

Для большинства европейских стран традиционно самым важным является денежный агрегат $M3$. Для Великобритании характерна публикация денежного агрегата $M4$, включающего в себя объем наличной валюты в обращении, общую сумму кредитов, выданную банками, а также сумму заимствований правительства. $M4$ считается хорошим индикатором для уровня инфляции. Выходит ежемесячно. Индикатор принимается рынком во внимание.

Влияние данных по денежным агрегатам на валютные циклы оценивается прежде всего через их связь со стадиями экономических циклов (подробно основные понятия циклического поведения экономических индикаторов рассматриваются в соответствующем параграфе). Поведение различных денежных агрегатов в экономическом цикле вполне аналогично: все они показывают максимальные темпы роста перед началом спада и минимумы роста в конце спада. По этой причине агрегат $M2$, например, включен в составной индекс опережающих индикаторов. Все агрегаты испытывают наибольший рост на стадии восстановления; $M2$ в среднем имеет один темп роста в стадии спада (рецессии) и в стадии роста.

Сейчас для ЦБ США денежные агрегаты не являются предметом жесткого контроля. ФРС внимательно рассматривает более широкий набор показателей, главным образом нацеленных на удержание инфляции.

Таким образом, мы завершили рассмотрение макроэкономических параметров, которые входят в первую группу важности. Все они (за исключением Money Supply) оказывают сильное влияние на ход торгов как в долгосрочной перспективе, так и непосредственно после выхода по каналам международных информационных агентств. Эти данные можно с успехом использовать для построения долгосрочных стратегий (от нескольких дней до нескольких недель и даже месяцев).

4.3 Макроэкономические показатели 2-й группы

Следующая (вторая) группа макроэкономических факторов не оказывает прямого влияния на курсы валют, а, как правило, воздействует на рынки посредством индикаторов, входящих в первую группу. Эти макроэкономические показатели нельзя назвать второстепенными, более того, многие из них оказывают иногда более сильное давление на динамику курсов, нежели параметры первой группы. Но все же индикаторы второй группы чаще всего оказывают краткосрочное влияние на ход торгов, поэтому эффективнее всего их использовать при внутрисуточной торговле.

Рассматриваемые макроэкономические показатели второй группы приведены в таблице 4.5.

Таблица 4.5 – Макроэкономические показатели 2-ой группы

Наименование показателя ФА	Влияние на валютный курс каждого показателя (прямая зависимость – ↑; обратная – ↓)
Розничные продажи	↑
Размеры жилищного строительства	↑
Объемы промышленного производства (Industrial Production, IP)	↑
Индикаторы эффективности промышленности	↑
Производственные заказы (Factory orders)	↑
Показатели объема запасов на складах	↓
Экономические показатели домашних хозяйств	↑
Потребительский кредит (Consumer credit)	↑
Составные экономические индикаторы	↑
Индексы деловой активности	↑
Индексы федеральной резервной системы (ФРС, FED)	↑
Индексы настроения потребителей	↑

4.3.1 Розничные продажи

Объемы розничной торговли (Retail Sales, RS) — один из показателей потребительских расходов; поэтому в качестве индикатора потребительского спроса и уверенности потребителя он может служить ориентиром для валютного рынка в поворотных точках экономического цикла. Особенно большое значение такие индикаторы имеют для отслеживания экономики США, так как потребительский спрос является ее главной движущей силой. Если потребитель имеет большой располагаемый доход, то больше товаров будут производиться, а также импортироваться.

Индекс розничных продаж является показателем, дающим возможность оценить объем продаж в сети розничной торговли. Этот показатель — наиболее точный индикатор возможностей и желания потребителей. Аналитики больше внимания уделяют изменениям цен на газ и продукты питания, где изменения в продажах чаще являются результатом изменения цены, нежели изменения потребительского спроса. Вследствие неполноты данных индекс розничных продаж является предметом для пересмотра. В этот индекс не включаются расходы на сервисные услуги, на долю которых приходится около половины общего потребления. Общее потребление невозможно оценить до тех пор, пока доклад о персональных доходах и потреблении не будут обнародованы, а на это уходит около двух недель.

В динамике бизнес-цикла розничная торговля является совпадающим индикатором. Волатильность в бизнес-цикле невелика, но сильно выражена сезонная зависимость. Так, особыми месяцами в каждом году являются декабрь и сентябрь. Годовые данные по розничной торговле всегда в среднем растут, месяц к месяцу же могут быть и подъемы и падения в течение одного бизнес-цикла. Полезной также бывает информация по отдельным компонентам розничных продаж, например по торговле автомобилями.

Индикатор розничных продаж разделяют на «продажи автомобилей» и «продажи всего остального». Так как количество проданных автомобилей является очень изменчивой величиной, то наиболее верную информацию несет в себе та часть индикатора, в которой не учитываются «продажи автомобилей».

Auto and Truck Sales — продажи грузовых и легковых автомобилей

Индикатор является ежемесячным показателем продаж грузовых и легковых автомобилей, произведенных на территории США. Считается весьма важным индикатором потребительского спроса, так как охватывает приблизительно 25% от объема всех розничных продаж.

Вследствие возросшей интернационализации отрасли, а также из-за влияния разнообразных переменных факторов прямая интерпретация этого сектора с точки зрения валютных рынков не всегда проста, но как циклический индикатор данные по продажам автомобилей (New Cars, NCAR), а также в отдельности — по продажам грузовых и легковых автомобилей (Car and Truck Sales, C&TS) могут быть полезным ориентиром для валютного трейдера [15].

Показатели продаж новых автомобилей, а также по отдельности грузовых и легковых автомобилей, обычно выглядят как опережающие индикаторы, но в послед-

ние годы в США ведут себя как coincident индексы; имеют явно выраженную сезонную цикличность.

В последнее время рынок не обращает особого внимания на показатель чистых продаж автомобилей. Обычно показатель Retail Sales публикуется в общем виде и Retail sales excluding auto, т. е. без учета автомобилей. Отдельно показатель Car and Truck Sales сейчас не публикуется.

Еженедельный обзор розничных продаж Redbook («Рэдбук» — красная книга)

Он представляет собой результаты исследования объемов розничных продаж крупных супермаркетов. Публикуется каждую неделю по вторникам в 10:30 EST (Нью-Йорк). Первый обзор месяца (в первый вторник месяца) сравнивает первую неделю текущего месяца с первой неделей предыдущего месяца, второй обзор сравнивает первые две недели текущего месяца с первыми двумя неделями предыдущего месяца и т. д. Таким образом, полная картина обзора формируется только в момент публикации последнего обзора месяца (в последний вторник). Практически не оказывает влияния на рынок. Это объясняется тем, что цифры отличаются значительным разбросом значений (изменчивостью) и тем, что в обзоре присутствует ограниченное количество магазинов.

4.3.2 Размеры жилищного строительства

Существуют специальные индикаторы, характеризующие готовность потребителей тратить деньги на приобретение различных благ. Некоторые из таких индикаторов имеют важное значение для валютных рынков, так как высокий потребительский спрос стимулирует подъем производства во многих отраслях и может служить основой экономического роста. Наоборот, слабость потребительского спроса или его снижение являются сигналом и могут быть причиной спада в экономике. Ориентируясь на эти показатели, центральные банки могут менять процентные ставки или использовать другие рычаги финансовой политики, что непосредственно сказывается на валютных курсах. Рассмотрим наиболее популярные из индикаторов потребительского спроса, связанных с жилищным строительством и рынком жилья, с показателями розничной торговли, а также индекс потребительских настроений.

Эти индикаторы зависят от потребительских расходов, товарных запасов, стоимости строительства и занятости. Исторически падение темпов строительства происходит за 6 месяцев до рецессии остальной экономики и поэтому это опережающий индикатор. Измеряется в миллионах штук. Также в этом показателе рассматривается и анализируется жилье индивидуальное и многоквартирное.

Жилищное строительство и рынок жилья

Индикаторы жилищного строительства и рынка жилья в качестве компонентов потребительского спроса могут приобретать для валютного рынка большие значения в переходные периоды экономических циклов, в среднем же их волатильность и зависимость от многих случайных факторов, вплоть до погоды, делают интерпретацию достаточно сложной. Важность показателей жилищного строительства

и рынка жилья объясняется тем, что строительная отрасль является локомотивом реального сектора любой экономики. Недаром строительство всегда находится в центре внимания правительства. Так, с осени 2007-го, например, все индикаторы жилищного рынка США рассматривались валютным рынком самым внимательным образом, поскольку в центре внимания FED находится кризис ипотечного кредитования, в борьбе с которым (в т. ч.) ФРС запустила механизм снижения процентных ставок. Кроме того, американские руководства по экономической статистике подчеркивают, что именно жилищное строительство было той движущей силой, которая поднимала американскую экономику из всех рецессий после Второй Мировой войны.

Статистика жилищного строительства и рынка отслеживается на всех его этапах:

- полученные разрешения на жилищное строительство (Building Permits);
- начатые строительства (Housing Starts);
- завершённые строительства (Housing Completions);
- продажи новых и продажи существующих односемейных домов (New and Existing one-family Home Sales);
- строительные расходы (Construction Expenditures).

Все показатели жилищного строительства очень чувствительны к изменению основных процентных ставок, так как под строительство необходимо брать банковские кредиты. Все данные по жилищному строительству, в силу особенностей рынка недвижимости, подвержены сезонным колебаниям. Процесс строительства напрямую связан с состоянием доходов населения. Поэтому увеличение объемов строительства характеризует улучшение его благосостояния и здоровое развитие экономики.

Кроме общих показателей, выпускаются также данные, сгруппированные по четырем основным регионам: северо-восток, запад, средний запад и юг.

Данные по США публикуются ежемесячно, около 15-го рабочего дня месяца.

Полученные разрешения на жилищное строительство (Building Permits)

Индикатор показывает количество разрешений на строительство новых домов. Оказывает ограниченное влияние на рынок. Рост его значения оказывает положительное влияние на курс национальной валюты. Его значение публикуется на третьей неделе каждого месяца в 08:30 EST (Нью-Йорк) одновременно с показателем «Housing starts».

Начатые строительства (Housing Starts)

Индикатор «Начатые строительства (Housing Starts)» показывает количество новых домов, строительство которых уже началось. Рост его значения оказывает положительное влияние на курс национальной валюты. Его значение публикуется на третьей неделе каждого месяца в 08:30 EST (Нью-Йорк) одновременно с показателем «Building permits» [15].

Начало строительства подразумевает начало земляных работ под закладку фундамента после получения разрешения на проведение земляных работ. Рассмат-

риваемый показатель обычно начинает расти после уменьшения ставок ипотечного кредитования. Количество полученных разрешений обычно меньше количества заложенных фундаментов под жилищное строительство. Региональные данные (Северо-Восток, Средний Запад, Юг и Запад) по размерам жилищного строительства очень изменчивы. Высокая степень изменчивости показателя объясняется изменениями погодных условий или природными катаклизмами. Например, большое количество осадков может послужить причиной откладывания сроков начала строительства. Наибольшее внимание в отчете уделяется данным о количестве строящихся односемеек (single-family housing starts), которые являются одной из составляющих входных данных для вычисления объема инвестиций в ВВП по разделу резидентов. Односемейный сектор составляет около 85% итога Housing Starts. Сектор многоквартирного жилья (multi-family sector) является основной причиной колебаний показателя. Существуют оптимальные показатели для этого индикатора. Если его значение находится в пределах между 1,5 миллиона и 2 миллионами, то это соответствует здоровому состоянию экономики. Уменьшение этого показателя говорит о возможных трудностях в экономике.

Положительное действие на индекс оказывает количество разрешений на строительство, выданных в предыдущих периодах, отрицательное — рост процентных ставок, поскольку, как уже было сказано, он определяет стоимость кредитов на строительство. Сам индикатор оказывает влияние на ВВП, уровень дальнейших расходов потребителей и показатели продаж домов. Оказывает ограниченное влияние на рынок. Рост его значения оказывает положительное влияние на курс национальной валюты.

Значение Housing Starts растет перед разворотными точками делового цикла. Сектор жилья очень чувствителен к процентной ставке, количество строящегося жилья является одним из первых секторов, который отрицательно реагирует на повышения значений процентных ставок (уменьшается) и положительно реагирует на падения значений процентных ставок. Значимые реакции строящегося жилья и разрешений на строительство на изменяющиеся значения процентной ставки, вероятно, являются одним из первых сигналов, что цикл процентной ставки находится около своего нижнего (впадина) или верхнего (пик) значения.

The single-family sector (односемейный сектор) составляет около 85% итога Housing Starts. Сектор многоквартирного жилья (multi-family sector) является основной причиной колебаний показателя.

Завершенные строительства (Housing Completions)

Индикатор «завершенное строительство» показывает, какое количество домов в самом ближайшем будущем выставится на продажу. Это единственный показатель жилищного строительства, который практически никак не влияет на динамику торгов, поэтому его даже не включают в макроэкономический календарь.

Для рынка очень важным индикатором окончания строительства являются затраты на строительство.

Строительные расходы (Construction Expenditures)

Индикатор выражается в виде индекса по отношению к предыдущему периоду рассмотрения и в виде абсолютного значения величины затрат. Оказывает ограниченное влияние на рынок. Рост его значения оказывает положительное влияние на курс национальной валюты. Его значение публикуется, как правило, в первый бизнес-день каждого месяца в 10:00 EST (Нью-Йорк).

Продажи новых и продажи существующих односемейных домов (New and Existing one-family Home Sales)

New home sales — продажа новых домов.

Доклад содержит данные о количестве проданных или выставленных на продажу домов, находящихся во владении одной семьи, за год. Этот показатель отражает предложение на рынке недвижимости и обычно отстает от изменений ставки по ипотечным кредитам. Согласно теории и практике спрос на недвижимость усиливается в начале бизнес-цикла вследствие накопленного спроса в период экономического спада.

Количество проданных новых домов имеет тенденцию к росту, когда растет ставка по ссудам под залог недвижимости, которая связана с основными процентными ставками в стране. Эти данные, в силу особенностей рынка недвижимости, подвержены сезонным колебаниям. Поэтому при анализе показателя «New home sales» используют «скользящие средние» (moving average). Оказывает ограниченное влияние на рынок. Рост его значения оказывает положительное влияние на курс национальной валюты. Его значение публикуется в первых числах каждого месяца в 10:00 EST (Нью-Йорк).

Этот индикатор достаточно неустойчив и в связи с этим пересматривается от месяца к месяцу. Аналитики предпочитают больше внимания уделять докладу о продажах существующих домов.

Existing home sales — количество проданных домов, построенных ранее.

Показывает количество проданных домов на вторичном рынке недвижимости за год. Продажи построенных домов отражают спрос в секторе недвижимости, в то время как индекс продаж новых домов отражает предложение, таким образом, оба эти индикатора дополняют друг друга.

Может давать представление об оптимизме потребителей (покупательской уверенности) и об их способности покупать дорогостоящие вещи. Эти данные, в силу особенностей рынка недвижимости, также подвержены сезонным колебаниям. Процесс строительства напрямую связан с состоянием доходов населения. Поэтому увеличение объемов строительства характеризует улучшение его благосостояния и здоровое развитие экономики. Оказывает ограниченное влияние на рынок. Рост его значения оказывает положительное влияние на курс национальной валюты. Его значение публикуется каждый месяц после 20-го числа в 10:00 EST (Нью-Йорк) [13].

Уровень продаж во многом зависит от ставки процента по ипотечным кредитам, однако реакция на изменение ставки идет с отставанием на несколько месяцев. В период рецессии спрос на недвижимость низкий, но как только в экономике начинается рост, накопленный неудовлетворенный спрос выплескивается на рынок. Оба эти индикатора могут испытывать месяц от месяца значительные колебания.

Особенно это характерно для зимних месяцев, когда плохая погода может внести существенные коррективы в планы строительных компаний. Также в этом обзоре публикуются два других индикатора: запасы домов на продажу и средние цены. Запасы домов обычно относят к текущим рыночным ценам на недвижимость. Если это отношение равняется 5, то это говорит о том, что все имеющиеся объекты недвижимости будут проданы в течение 5 месяцев по текущим ценам, и чем ниже этот показатель, тем выше спрос на новые дома. Изменения других цен от года к году говорят об инфляции в секторе недвижимости.



Пример 4.6

20 января 2011 г. были опубликованы данные по продажам домов на вторичном рынке США за декабрь (рис. 4.23). Предыдущее значение — 4,68 млн, прогноз — 4,90 млн, реальное значение — 5,28 млн оказалось значительно лучше ожиданий рынка и привело к росту доллара.



Рис. 4.23 – EUR/USD, январь 2011 года, реакция на данные по продажам домов на вторичном рынке

Итак, индикаторы жилищного строительства имеют явно выраженное циклическое поведение и, кроме того, сильно зависят от уровня процентных ставок (а значит, и уровня процентов по жилищным кредитам). Самих по себе низких процентных ставок может быть недостаточно для стимулирования высокого спроса на жилье, как это было, например, в начале 1990-х, когда, несмотря на самые низкие проценты по кредитам под недвижимость, жилищный рынок вырос только незначительно из-за отсутствия гарантий занятости в тогдашней слабой экономике [11].

4.3.3 Объем промышленного производства (Industrial Production, IP)

Показатель объема промышленного производства (Industrial Production, IP) измеряет выпуск производственных предприятий промышленности, добывающих отраслей и энергоснабжения. Является важным для валютного рынка, так как имеет прямое влияние на все показатели роста экономики, а следовательно, тесно связан с финансовой политикой. Рост IP означает укрепление экономики в целом, в том числе усиление позиций страны в мировой экономике, что должно повлечь за собой усиление конкурентоспособности товаров этой страны на мировых рынках, а значит, рост ее торгового баланса и курса национальной валюты.

Индекс IP публикуется ежемесячно, в районе 15 числа.

Показатель IP является понятным и надежным ориентиром для отслеживания делового цикла. Показатель объема промышленного производства оказывает сильное влияние и на курс европейской валюты, особенно, когда этот параметр характеризует германскую экономику.

В Великобритании подобный показатель промышленного производства выходит под названием *Industrial output* — объем промышленного выпуска.

Включает в себя объем выпуска обрабатывающей промышленности (*manufacturing output*), а также учитывает объемы выпуска в таких отраслях, как добыча и переработка полезных ископаемых, коммунальное хозяйство. Индикатор не является определяющим для направления развития экономики, так как более 60% внутреннего валового продукта в настоящее время обеспечивает сфера услуг. Выходит ежемесячно. Индикатор принимается рынком во внимание.

Объем выпуска обрабатывающей промышленности *Manufacturing output* публикуется отдельно. Значение этого индикатора для рынка не очень велико, так как вклад обрабатывающей промышленности во внутренний валовой продукт составляет в последнее время меньше 20%.

В Германии отдельно выходит параметр *Manufacturing production*. Он показывает изменение объема продукции, выпущенной обрабатывающей промышленностью. Выходит ежемесячно. Индикатор принимается рынком во внимание.

Использование производственных мощностей

Показатель использования производственных мощностей (*Capacity Utilization, CAPU*) представляет собой отношение общего промышленного выпуска к величине суммарной производительности (потенциального объема выпуска) отраслей. Важное значение для валютного рынка этот индикатор имеет вследствие его тесной связи с динамикой делового цикла, благодаря которой он в сложные моменты ожидания изменений в политике центральных банков становится для рынка дополнительным ориентиром, подсказывающим возможные будущие решения ЦБ.

Известно, что оптимальный режим функционирования экономики соответствует уровню CAPU около 81,5%; значительные отклонения от оптимального уровня означают нарушение сбалансированности, и по ним можно идентифицировать приближающиеся периоды спада или восстановления. Например, высокое значение CAPU > 85% может означать перегрев экономики, после чего неизбежно наступит рост инфляции; поэтому такие значения CAPU могут предсказывать заранее

изменения в денежной политике центрального банка (повышение официальных процентных ставок).

Показатель CAPU публикуется ежемесячно одновременно с данными по промышленному производству. Как правило, он принимает большие значения в recession (в среднем 80,3%), чем в recovery (в среднем 78,8%), так как ранним стадиям восстановления присуща низкая загруженность производственных мощностей. На стадии expansion в среднем CAPU = 84% и достигает максимума в 85,4% (наблюдался и пик на уровне 89,2%).

Имеется вполне значимая статистическая корреляционная связь между CAPU и ростом цен.

Колебания индекса промышленного производства связаны с колебаниями делового цикла с сильным приростом в период восстановления. В течение спада промышленное производство в среднем снижается на 0,8% с нормальной областью колебания от -1,3 до 0,3%. В течение фазы восстановления производство стремится увеличиваться на 0,9% в месяц, и затем темп роста устанавливается на уровне 0,4% в течение фазы расширения.



Рис. 4.24 – Колебания индекса промышленного производства США за период с 2009 по 2011 гг.

На графике 4.24 видно, что в течение порядка трех кризисных лет этот показатель по США меняется в узком диапазоне от 0,0% до 1,0% в месяц.

Объем промышленного производства по США тесно связан с показателем уровня использования производственных мощностей (Capacity Utilisation). Он определяет степень использования производительного потенциала экономики страны. Уровень 81–85% говорит о хорошем балансе между экономическим ростом и уровнем инфляции. Превышение этого уровня вызывает инфляционные процессы в экономике страны и так называемый эффект «узкого горлышка» в экономике. Тем не

менее он оказывает ограниченное влияние на рынок. Рост этого показателя приводит к росту курса национальной валюты, особенно в период ужесточения кредитно-денежной политики ФРС. К этой же группе относится показатель Производительности в промышленности (Productivity). Индекс показывает изменение объема выпущенной продукции, приходящегося на одного работника.

Производительность труда является очень важным индикатором для анализа состояния экономики. Оказывает не очень значительное влияние на рынок, однако за ним необходимо пристально следить. Нужно следить за его динамикой, так как он время от времени может вводить в заблуждение. Например, уменьшение числа занятых на производстве во время застоя в экономике приводит к росту производительности. Это же может происходить и вследствие забастовок. Но все же рост значения индекса является положительным фактором для развития национальной экономики и приводит к росту курса доллара [11].

4.3.4 Индикаторы эффективности промышленности

Productivity — Производительность труда

Индекс показывает изменение объема выпущенной продукции, приходящегося на одного работника. Производительность труда является очень важным индикатором для анализа состояния экономики. Оказывает значительное влияние на рынок. Однако за ним необходимо пристально следить, так как он время от времени может вводить в заблуждение. Например, уменьшение числа занятых на производстве во время застоя в экономике приводит к росту производительности. Это же может происходить и вследствие забастовок. Рост значения индекса является положительным фактором для развития национальной экономики и приводит к росту курса доллара. Его значение публикуется каждый квартал, до 10-го числа месяца публикации в 08:30 EST (Нью-Йорк).

Как правило, показатель производительности в экономике публикуется совместно с другими, более сильными индикаторами, такими как индекс ISM или промышленные заказы. Поэтому отследить его конкретное влияние на рынок бывает крайне тяжело.

Unit labour cost — Стоимость единицы выпущенной продукции

Индекс характеризует затраты, связанные с производством единицы продукции. Он является важным показателем, характеризующим эффективность развития экономики страны. Оказывает значительное влияние на рынок. Он служит хорошим индикатором развития инфляционных процессов, связанных с ростом заработной платы. Обычно анализ этого индекса проводят в контексте с цифрами, отражающими величину показателя «Productivity» (Производительность труда). Рост стоимости единицы выпущенной продукции наряду с ростом производительности труда может привести к необходимости повышения основных процентных ставок, что является положительным фактором для роста курса доллара. Его значение публикуется каждый квартал, до 10-го числа месяца публикации в 08:30 EST (Нью-Йорк) одновременно с показателем «Productivity».

4.3.5 Производственные заказы (Factory Orders)

Factory orders — Производственные заказы

Производственные заказы включают в себя заказы на товары длительного (более 50% всех заказов) и кратковременного пользования. К товарам кратковременного пользования относятся продукты питания, одежда, товары легкой промышленности и товары, рассчитанные на эксплуатацию с товарами длительного пользования. К товарам длительного пользования относятся товары со сроком службы более трех лет. К ним относятся автомобили, мебель и др. Показатель «Производственные заказы» оказывает ограниченное влияние на рынок. Особое внимание обращают на тенденции в его развитии. Рост значения индекса является положительным фактором для развития национальной экономики и приводит к росту курса доллара. Его значение публикуется в первых числах каждого месяца в 10:00 EST (Нью-Йорк).

Заказы на товары длительного пользования (Durable Goods Orders)

Показатель заказов на товары длительного пользования (Durable Goods Orders) охватывает статистику производственных заказов на товары длительного пользования сроком жизни более 3 лет (автомобили, мебель, холодильники, ювелирные изделия и т. д.). Заказы по отраслям делятся на 4 основные категории: металлообработка (primary metals), машиностроение, электрическое оборудование и транспорт. Для исключения влияния на статистику больших по объему военных заказов статистика ведется отдельно defense/nondefense [13].

Индикатор важен для валютного рынка, поскольку является показателем уверенности потребителя. Большой объем заказов на дорогостоящие предметы показывает готовность потребителя тратить деньги, что стимулирует производство, а следовательно, и другие показатели экономики. Поэтому высокие данные по товарам длительного пользования являются фактором, укрепляющим валютный курс.

Данные по заказам на товары длительного пользования публикуются ежемесячно. Показатель демонстрирует явно выраженное циклическое поведение.

4.3.6 Показатели объема запасов на складах

Показатели, характеризующие динамику запасов и их соотношение с объемами продаж (Business Inventories and Sales), также являются полезными ориентирами благодаря их явно выраженной циклической динамике. Источниками данных по ним являются производители товаров, оптовые и розничные торговцы. Публикуются в виде трех показателей: запасы, продажи и отношение запасов к реализации (Inventories to Shipments Ratio, INSR) ежемесячно, через 6 рабочих дней после выхода данных по товарам длительного пользования.

Inventories и INSR являются запаздывающими индикаторами делового цикла. Запасы растут быстрее в стадии спада, чем в восстановлении.

Отметим, что если запасы на складах растут несколько месяцев подряд, то это сигнал о том, что в экономике назревает спад, идет затаривание складов. В этом случае повышение значения этого индикатора (более 2-х месяцев подряд) может привести к снижению курса национальной валюты.

Wholesale inventories — Товарные запасы на складах оптовой торговли

Индекс характеризует отношения между оптовиками и розничной торговлей. Оказывает ограниченное влияние на рынок, однако дает представление о тенденциях в этих секторах экономики, которые могут проецироваться на экономику в целом. «Затоваривание» складов может указывать на наличие застойных явлений в экономике. Устойчивая тенденция в его динамике имеет большое влияние на рынок. Рост значения индекса (в течение более чем 2-х месяцев) оказывает негативное влияние на курс доллара. Его значение публикуется около 10-го числа каждого месяца в 10:00 EST (Нью-Йорк).

Oil & Gas inventories — запасы нефти и газа

Отчет о запасах нефти и газа в США входит в еженедельный статистический доклад API — American Petroleum Institute (Американский институт нефти) о размерах спроса и предложения в нефтяном секторе промышленности страны. Статистика по этому индикатору ведется с 1920 года. Данные публикуются еженедельно по состоянию за истекшую неделю. На этот индикатор наиболее бурно реагирует рынок нефти, в зависимости от динамики показателя, демонстрируя понижение или повышение цен (сокращение запасов ведет к росту цен, и наоборот), что сказывается и на ситуации на фондовом рынке, в частности на котировках бумаг нефтяного сектора. Ввиду того, что курс доллара в последние несколько лет довольно сильно реагирует на изменение нефтяных цен, то отчет о запасах нефти и газа притягивает большое внимание валютных трейдеров.

4.3.7 Экономические показатели домашних хозяйств

Personal income — Личные доходы

Индекс включает в себя заработную плату рабочих и служащих, доход от ренты, дивиденды, доход от банковских процентов, выплаты по социальному страхованию и др. Его рассматривают вместе с индикатором «Personal spending». Оказывает ограниченное влияние на рынок. Изменение этого показателя характеризует состояние покупательной способности населения. Рост его значения при нормальном уровне расходов может привести к росту объема розничных продаж, что является положительным фактором для развития национальной экономики и приводит к росту курса доллара. Его значение публикуется после 20-го числа каждого месяца в 08:30 EST (Нью-Йорк).

Personal spending (consumption) — Личные расходы

Индекс отражает изменение расходования средств для удовлетворения личных потребностей. Оказывает ограниченное влияние на рынок. Его значение публикуется после 20-го числа каждого месяца в 08:30 EST (Нью-Йорк) одновременно с показателем «Personal income». Индекс включает в себя три составляющих: расходы на приобретение товаров длительного пользования, кратковременного пользования и услуг. О потреблении товаров длительного и кратковременного пользо-

вания дает представление показатель «Retail sales» (Розничные продажи). Процесс потребления услуг, в свою очередь, изменяется с относительно постоянной скоростью, поэтому величина этого показателя часто предсказуема. Таким образом, только значительное отклонение этого показателя от прогнозируемых значений может оказать влияние на курс национальной валюты. Рост его значения является положительным фактором для развития национальной экономики и приводит к росту курса доллара.

4.3.8 Потребительский кредит (Consumer Credit)

Это один из индикаторов потребительского спроса, он отражает объем использования населения системы кредита через кредитные карточки, личное заимствование и покупки в рассрочку. Является индикатором потребительского спроса. Большое значение этого индикатора свидетельствует о том, что потребители не боятся «залезать в долги» для удовлетворения своих материальных потребностей. Однако цифры часто пересматриваются и имеют значительные сезонные колебания. Например, величина потребительского кредита растет в преддверии Рождества и Нового года. Оказывает ограниченное влияние на рынок. Рост значения индекса является положительным фактором для развития национальной экономики и приводит к росту курса доллара. Для США его значение публикуется около 7-го числа каждого месяца в 15:00 EST (Нью-Йорк) или в 20:00 GMT.

4.3.9 Составные экономические индикаторы

Ввиду того, что многие экономические индикаторы показывают экономические циклы, но каждый по-своему, естественной является попытка сконструировать из нескольких индикаторов один, который, благодаря обобщению (усреднению), будет лучше предсказывать циклы, чем каждый в отдельности. Составной опережающий индикатор (Leading Economic Indicator, LEI) объединяет для этой цели 11 индикаторов:

- 1) Средняя длительность рабочей недели в производственном секторе.
- 2) Среднее недельное количество заявлений на выплату государственного страхования по безработице.
- 3) Новые производственные заказы на потребительские товары и материалы (в ценах 1982 года).
- 4) Эффективность поставок (доля фирм, сроки выполнения поставок для которых возрастают).
- 5) Контракты и заказы на средства производства и оборудование (в ценах 1982 года).
- 6) Полученные разрешения на жилищное строительство.
- 7) Невыполненные производственные заказы по товарам длительного пользования (изменение за месяц, цены 1982 года).
- 8) Изменение цен на сырье и материалы.
- 9) Фондовый индекс S&P500 (среднемесячный).

- 10) Денежный агрегат $M2$ в долларах 1982 г.
- 11) Индекс потребительских ожиданий (University of Michigan's Consumer Expectations Index).

Само значение индекса LEI строится из этих компонент в виде взвешенного среднего.

Весы составного индекса пробовали выбирать разными способами, но в последнее время статистики пришли к выводу, что в простейшем случае, при одинаковых весах, индикатор работает не хуже, чем в более сложных вариантах.

Индекс этот основан на идее, что главной мотивирующей силой в экономике является ожидание будущих прибылей. В ожидании роста прибылей компании расширяют производство товаров и услуг, инвестиции в новые заводы и оборудование; соответственно, эта активность снижается, когда предвидится спад доходов. Поэтому индекс спроектирован так, что он охватывает все основные сферы и показатели деловой активности: занятость, производство и доходы, потребление, торговлю, инвестиции, запасы, цены, деньги и кредит.

Американский индекс LEI публикуется ежемесячно, ближе к концу месяца. Его ограниченное влияние объясняется тем, что значение индекса выходит через месяц после отчетного периода, когда практически все основные показатели уже опубликованы. Рост значения индекса приводит к росту курса доллара. Его значение публикуется, как правило, в первых числах каждого месяца.

Швейцария: KOF leading indicator — индекс ведущих индикаторов Центра экономических исследований в Цюрихе

Индикатор не оказывает серьезного влияния на курс швейцарского франка, даже если выходит значительно отличающимся от прогнозов специалистов.

Япония: Leading and coincident indices of business conditions — индексы ведущих и совпадающих индикаторов

Индекс ведущих индикаторов является средневзвешенным значением 13-ти основных индикаторов. Используется для определения будущего состояния экономики. Индекс совпадающих индикаторов состоит из 11-ти индикаторов и предназначен для оценки текущего состояния экономики (уровень индикатора 50% является «нулевым»). Выходят ежемесячно. Слабо влияют на рынок.

4.3.10 Индексы деловой активности

Чрезвычайно популярны в последние годы в экономической статистике индикаторы, основанные на методике построения так называемых диффузионных индексов. Подобного рода индексы, по своей природе являющиеся показателями делового оптимизма участников бизнеса, регулярно публикуются под названиями PMI в Евроне, ISM в США и CIPS в Англии, где они создаются соответствующими ассоциациями бизнесменов; применяются они как для оценивания направленности общественного мнения, так и для измерения динамики объективных показателей. В Японии же аналогичный индекс TANKAN взят на вооружение самим Центральным банком Японии как инструмент динамики экономических процессов для принятия решений в области денежной политики.

Диффузионные индексы, в отличие от многих других индикаторов социально-экономической статистики, являются чисто субъективными показателями. Они не

измеряют объем выпуска, количество заказов, доходы и т. д., но являются лишь отражением того, как участники экономических процессов воспринимают происходящие изменения — к лучшему они (по их мнению) или же ведут к ухудшению. Несмотря на такую субъективность, а точнее, именно благодаря ей, эти индексы обладают чрезвычайно сильными предсказывающими свойствами, они являются опережающими индикаторами, сильно коррелирующими с основными параметрами экономических циклов.

Диффузионный индекс (Diffusion index) строится по результатам опроса большого числа участников, каждый из которых отвечает на вопрос типа «улучшились ли условия Вашего бизнеса в плане новых заказов, цен, рынка труда, сроков выполнения заказов, новых экспортных заказов и т. д.»; при этом он выбирает один из трех вариантов ответа: «да», «нет», «без изменения». Значение диффузионного индекса вычисляется для конкретного вопроса как сумма удельного веса респондентов, ответивших «да», и ровно половина удельного веса респондентов, ответивших «без изменений»:

$$DI = (\% \text{ ответивших «да»}) + 0,5 \cdot (\% \text{ ответивших «без изменений»}).$$

Вычислив такие диффузионные индексы для каждого вопроса, их затем усредняют, получая составные средние индексы типа PMI или TANKAN. Они весьма эффективно отслеживают динамику экономического цикла, являясь опережающими показателями: начало падения индекса после периода роста предсказывает переход бизнес-цикла из стадии роста (expansion) в спад (recession), а разворот вверх после падения предсказывает начало восстановления (recovery). Тесная корреляция диффузионных индексов с экономической динамикой, оцененная по многолетним статистическим данным, позволяет использовать их даже для прогнозирования значений ВВП (по крайней мере, на квартал вперед).

Такие индексы публикуют сегодня почти все страны Большой семерки; например, в Англии они строятся с 1991 года, германский PMI начал выходить с 1998 года. С 1999 года выходит и объединенный PMI по Еврорегиону, охватывающему 11 государств с единой валютой евро (EU PMI). Наиболее мощный охват статистики бизнеса (по 34000 участникам) осуществляется американским индексом PMI национальной ассоциации NAPM (National Association of Purchasing Managers), который ведется с 1931 года; только штат сотрудников, обеспечивающих статистику, составлял до 300 человек.

Подробно структуру и свойства индексов делового оптимизма мы рассмотрим на примере американского индекса Purchasing Managers Index (PMI), NAPM. Обзор американской ассоциации NAPM, лежащий в основе ее индекса PMI, включает вопросы, на которые участнику анкетирования предлагается ответить, — изменились ли условия его бизнеса за прошедший месяц к лучшему (ответ «higher»), к худшему («lower») или остались без изменения («unchanged») в отношении следующих факторов:

- Занятость.
- Цены.
- Время доставки.
- Производство.
- Запасы.

- Новые заказы клиентов.
- Новые экспортные и импортные заказы.
- Накопившиеся неиспользованные заказы (этот пункт введен в 1993 году по предложению бывшего председателя Федеральной резервной системы А. Гринспена).

По каждому пункту анкеты определяется диффузионный индекс (процент ответивших «higher» плюс половина процента ответивших «unchanged»), а затем из них строится взвешенная сумма, представляющая собой усредненный индекс PMI; в 90-х годах формула для PMI выглядела следующим образом:

$$PMI = 0,30 \times DI(neworders) + 0,25 \times DI(production) + 0,20 \times DI(employment) + 0,15 \times DI(deliveries) + 0,10 \times DI(inventories)$$

Интерпретация индекса PMI

Основное свойство PMI — опережающий индикатор делового цикла. Выделяют для интерпретации ряд основных условий индикатора:

- циклический максимум и циклический минимум;
- 50%-ный уровень;
- 44%-ный уровень.

Если в период роста PMI разворачивается вниз, то это предсказывает разворот делового цикла вниз. Наоборот, если после падения PMI, достигнув минимума, разворачивается вверх, то это является признаком будущего восстановления. По 40-летней статистике США, PMI предсказывает максимумы циклов роста в среднем за 7 месяцев и минимумы циклов роста — за 3 месяца.

Падение PMI ниже уровня 50% предсказывает рецессию в среднем за два месяца, а падение ниже 44% всегда предсказывает абсолютное снижение экономической активности. Минимумы, достигавшиеся PMI в стадиях спада, в среднем составляют 35, а после разворота от минимума он в среднем за 4 месяца достигал уровня 44, что всегда совпадало с минимумом экономического цикла. В целом, PMI надежно предсказывает поворотные точки циклов роста (то есть циклические изменения на стадии роста экономики), но с его помощью сложно отличить цикл роста от общего глобального экономического цикла (по статистике США после Второй мировой войны, 82% всех пиков делового цикла сопровождались рецессией, то есть циклы роста — явление достаточно редкое).

В статистических исследованиях доказана очень сильная корреляционная связь PMI с такими параметрами экономики, как промышленное производство и ВВП в целом. Например, с высокой степенью точности на основе данных за 1990–2002 гг. была выведена формула, связывающая значение PMI с показателем промышленного производства IP (Industrial Production) через два месяца:

$$IP = 0,25 \times PMI[-2] - 23,4.$$

Из нее, в частности, видно, что значение PMI — 45,9 — соответствует стабильному промышленному производству (IP = 0). Аналогичная формула показывает связь PMI с показателем ВВП через квартал:

$$GDP = 0,317 \times PMI[-1] - 13,9.$$

Отметим, что индикаторы деловой активности являются одними из немногих, которые могут оказать существенное влияние на ход торгов, даже когда публикуются не только по США, но и по странам Еврозоны и Великобритании.

Индексы типа PMI являются ежемесячными и публикуются в первый рабочий день месяца. Исключение — японский TANKAN, ежеквартальный. Японский индекс является исключением также и в том отношении, что он создается не профессиональной ассоциацией бизнеса, как в других странах, а государственным органом — Центральным банком и является официально объявленным ориентиром в принятии решений, касающихся денежной политики. Обзор составляется на основе оценок более 8000 компаний, фирм и институтов по следующим экономическим параметрам:

- 1) условия ведения бизнеса;
- 2) производство и сбыт;
- 3) спрос и предложение, уровень цен;
- 4) доходы;
- 5) прямые инвестиции;
- 6) занятость;
- 7) налоговые условия.

TANKAN является самым важным японским индикатором, поэтому публикация этого индекса всегда является событием на валютных рынках.

Свойства индексов делового оптимизма объясняют, почему рынки с таким вниманием ждут их публикации, а также показывают, что сбор и анализ статистики индексов PMI может дать очень полезную информацию для трейдера. Помимо основных индексов деловой активности, рынок реагирует и на локальные макроэкономические параметры, относящиеся к группе индексов деловой активности.



Пример 4.7

Пример влияния PMI на валютный рынок

22 сентября 2011 года были опубликованы лишь предварительные индексы деловой активности по странам Европы (рис. 4.25). Они оказались хуже прогнозов, особенно в сфере услуг, упав ниже порогового значения 50%. Это сразу же привело к резкому снижению евро против американского доллара.



Рис. 4.25 – Реакция EUR/USD на данные PMI в сентябре 2011 года

Chicago PMI index — индекс деловой активности Ассоциации менеджеров в Чикаго

Он представляет собой результат опроса менеджеров по закупкам в сфере промышленности из Чикаго. Этот индекс затрагивает состояние производственных заказов, цен на производимую продукцию и товарных запасов на складах. Цифры ниже «45–50» являются индикатором замедления темпов развития экономики. За ним пристально наблюдают, так как он публикуется незадолго до выхода основного индекса деловой активности Национальной ассоциации менеджеров (ISM). Этот индекс оказывает значительное влияние на рынок, так как может давать представление о том, каким выйдет индикатор деловой активности ISM на национальном уровне. Рост значения индекса приводит к росту курса доллара. Его значение публикуется в последний бизнес-день каждого месяца [11].

CBI industrial trends — экономический обзор Британской конфедерации промышленников

Обзор (в форме цифр) отражает деловые настроения бизнесменов по поводу состояния производственного сектора экономики. Обзор не имеет прямой связи с реальными перспективами развития экономики. Выходит ежемесячно. Индикатор принимается рынком во внимание.

CBI distributive trades (retail sales volume balance)

Экономический обзор Британской конфедерации промышленников отражает деловые настроения бизнесменов относительно торговой сферы. Обзор не имеет прямой связи с реальными перспективами развития экономики, но может оказать довольно сильное влияние на курс британской валюты, особенно если значение этого показателя сильно отличается от прогнозов и предыдущего значения. Выходит ежемесячно.

IFO survey — обзор немецкого исследовательского института IFO

Обзор оценивает уровень деловой активности в стране. Значение индикатора может изменяться в пределах от 80 до 120, за 100 принят уровень деловой активности в 1991 году. Выходит ежемесячно. Оказывает значительное влияние на рынок.

ZEW EMU Current Condition (индекс оценки текущих экономических условий)

Данный показатель от немецкого Центра экономических исследований, расположенного в г. Мангейме, отражает усредненные оценки ведущих менеджеров (от 15-ти до 20-ти) всех стран, входящих в зону евро, за текущий месяц. Выражается в пунктах (балах). Кроме текущей оценки, публикуется и *ZEW EMU Expectations* (Индекс Ожиданий), который показывает предварительную оценку экономического развития в следующем месяце. Публикуются в середине-конце второй декады каждого месяца в 10:00 GMT. Участники рынка принимают данные показатели во внимание, т. к. достаточно редко выход этого индикатора может оказать сильное давление на рынок.

4.3.11 Индексы федеральной резервной системы (FED)

Beige book — Экономический обзор Федеральной резервной системы США «Бейдж бук»

Производится двенадцатью Федеральными резервными банками США. Обзор охватывает сферу промышленного производства, услуг, сельского хозяйства, финансовые институты, рынок труда, рынок недвижимости. Оказывает ограниченное влияние на рынок. Когда на рынке появляются слухи о возможном изменении процентных ставок, то обращают внимание на ту часть обзора, где идет речь о состоянии заработной платы и цен. Обзор полезен с точки зрения подтверждения уже сложившейся в экономике тенденции. Его значение публикуется 8 раз в год, по средам, за две недели до очередного заседания Комитета открытого рынка (FOMC) Федеральной резервной системы США в 14:00 EST (Нью-Йорк). Как правило, это происходит не ранее 18:00 GMT, когда европейские рынки уже закрыты, поэтому сильной реакции рынка не наблюдается.

Philadelphia Fed index — Индекс деловой активности Федерального резервного банка в Филадельфии

Он представляет собой результаты опроса производителей в Филадельфии на предмет их отношения к текущей экономической ситуации. Цифры ниже «0» являются индикатором замедления темпов развития экономики. Его значение публикуется в третий четверг каждого месяца в 10:00 EST (Нью-Йорк) или 15:00 GMT. Оказывает ограниченное влияние на рынок. За ним пристально наблюдают, так как этот индекс публикуется перед индексом NAPM — ISM и может давать представление о том, каким выйдет индикатор деловой активности на национальном уровне. Рост значения этого индекса приводит к росту курса доллара.

NY FED Empire State manufacturing index — индекс деловой активности Федерального резервного банка Нью-Йорка

Это довольно сильный показатель, который характеризует отношение производителей и представителей деловых кругов региона Нью-Йорк к текущей экономической ситуации. Этот показатель обычно выходит в середине месяца в 13:30

GMT. Рост нью-йоркского индекса почти всегда приводит к росту курса доллара, особенно если это происходит более 2-х месяцев подряд. Но чаще всего NY Empire State manufacturing index выходит в большом статистическом блоке по США совместно с другими важными показателями, поэтому довольно тяжело выделить непосредственное влияние этого индекса на курс доллара.

Atlanta Fed index — Индекс деловой активности Федерального резервного банка в Атланте

Он представляет собой результаты опроса производителей в Атланте на предмет их отношения к текущей экономической ситуации. Цифры ниже «0» являются индикатором замедления темпов развития экономики. Его значение публикуется после 10-го числа каждого месяца в 09:00 EST (Нью-Йорк) или 14:00 GMT. Этот индекс оказывает ограниченное влияние на рынок, так как публикуется после выхода индикатора деловой активности на национальном уровне (от NAPM — ISM index). Рост значения этого индекса является благоприятным фактором для роста курса доллара.

4.3.12 Индексы настроения потребителей

В последнее время индексы, показывающие настроение потребителей, т. е. широких слоев населения, приобрели очень большой вес и оказывают довольно сильное влияние на рынок.

В США три поставщика статистических данных предлагают свои показатели, измеряющие готовность и уверенность населения тратить деньги на приобретение различных благ в ближайшем будущем:

- 1) Мичиганский университет — рассчитывает индекс настроений потребителя (University of Michigan's Consumer Sentiment Index);
- 2) Conference Board — рассчитывает индекс уверенности потребителей (Consumer Confidence Index);
- 3) Журнал ABC News and Money — проводит опрос мнений.

Показатели строятся на основе различных опросов мнений населения по поводу условий сегодняшнего дня и ближайшего будущего (от 6 до 12 месяцев) — насколько они благоприятны для решения финансовых проблем, приобретения предметов длительного пользования, трудоустройства и т. д. Из полученных ответов типа «лучше/хуже» строятся показатели в виде:

- $100 + \% \text{ лучше} - \% \text{ хуже}$;
- $\text{лучше} / (\text{лучше} + \text{хуже})$;
- $\text{лучше} - \text{хуже}$ (4-недельное среднее).

Охватываемый индексами период (и соответственно периодичность публикации) — от недели до месяца.

Индексы настроений потребителей являются опережающими индикаторами; минимальные значения они принимают в рецессии, несколько большие в среднем значения — в recovery и максимумы — в expansion. Они испытывают влияние очень многих факторов, причем характер самого этого влияния меняется: иногда потребители больше озабочены инфляцией, чем безработицей, затем это соотношение

меняется и т. д. Как ориентиры для валютных рынков эти индикаторы приобретают наибольшее значение в периоды национальных кризисов (нефтяные кризисы, крах фондового рынка в 1987 и 1998 гг., война в Персидском заливе 1991 и 2003 гг., президентские выборы и т. д.)

Consumer confidence — индекс доверия потребителей

Этот обзор является попыткой измерить оптимизм потребителей. Индекс рассчитывается с 1967 года. Сначала он был равен «100». Оказывает ограниченное влияние на рынок, так как он может не отражать реальное состояние экономики. Однако он традиционно используется для прогнозирования тенденций в области занятости и общего состояния экономики. Рост значения индекса является положительным фактором для развития национальной экономики и приводит к росту курса доллара. Его значение публикуется после 20-го числа каждого месяца в 10:00 EST (Нью-Йорк).

Michigan consumer sentiment index — индекс настроения потребителей Мичиганского Университета

Этот индекс представляет собой результаты опроса потребителей на предмет уверенности в текущей экономической ситуации. Опрос проводится сотрудниками Мичиганского Университета США. Отчет выходит два раза в месяц: на второй неделе (обычно в пятницу) около 15-го числа отчетного месяца (предварительный) и через две недели (окончательный). Публикуется в 10:00 EST (Нью-Йорк) или 15:00 GMT. Этот индикатор — не что иное, как отражение желания потребителей тратить свои деньги. Оказывает ограниченное влияние на рынок. Рост значения индекса приводит к росту курса доллара.

Gfk consumer confidence (индекс доверия потребителей Великобритании и Германии)

Данный обзор является попыткой измерить оптимизм потребителей за текущий месяц. Он традиционно используется для прогнозирования тенденций в области занятости и общего состояния экономики. Публикуется на последней неделе месяца. Рост значения индекса оказывает положительное влияние на курс валюты.

4.4 Макроэкономические показатели 3-й группы

К третьей группе фундаментальных факторов относятся данные, которые возможно получать в режиме реального времени из сообщений информационных агентств (Reuter, Dow Jones, CNN news, Bloomberg и т. п.). Рассматриваемые макроэкономические показатели третьей группы приведены в таблице 4.6.

Таблица 4.6 – Макроэкономические показатели 3-ой группы

Наименование показателя ФА	Влияние на валютный курс каждого показателя (прямая зависимость — ↑; обратная — ↓)
Форвардные и фьючерсные курсы соответствующих валют (Forward, Futures)	↑
Эффективный обменный курс	↑
Рынок золота	↓
Рынок нефти	↓
Фондовые индексы (NIKKEI, DOW JONES, DAX, FTSE и т. д.)	↑
Динамика цен государственных облигаций (T-bills, T-bonds)	↑

4.4.1 Форвардные и фьючерсные курсы соответствующих валют (forward, futures)

Почти 10% всех транзакций на рынке Forex — форвардные контракты. Форвардный курс — это цена валюты при внебиржевой сделке, предполагающей обмен этой валюты на другую по курсу, определяемому сегодня, с поставкой, которая произойдет за наличный расчет более чем через два рабочих дня. Но если сделка на форвардном рынке является личной и с каждым клиентом заключается индивидуальный контракт, то фьючерсные контракты обеспечивают безличные транзакции между двумя сторонами на организованном, упорядоченном и рентабельном рынке. Поскольку обмен стоимостью происходит в организованном физическом месте, контракты стандартизированы по размеру, расчетной дате и другим агентским условиям по текущей наличной цене с поставкой в будущем. Поэтому участники спотового рынка Forex обычно следят именно за фьючерсными курсами валют. Зависимость здесь прямая: если фьючерсы на валюту растут, то и вероятность роста текущего спот-курса повышается и наоборот.

4.4.2 Эффективный обменный курс

Очень часто эффективный обменный курс называют «индексом валюты». Индекс — это синтетический актив, измерение рыночного курса которого за выбранный интервал времени с определенной долей вероятности характеризует изменение текущей стоимости валюты за этот же промежуток времени. Индексы валютного рынка интегрируют несравнимые курсовые движения валют, чутко реагирующие на любые изменения, которые происходят как внутри каждой валютной пары, так и в экономике страны или региона в целом, для выявления преобладающего направления рынка или его сектора. Как правило, валютных игроков интересует лишь «индекс доллара». Зависимость всегда прямая, если доллар растет, то и вероятность роста курса доллара против основных валют также повышается и наоборот.

Существует несколько алгоритмов построения валютных индексов. Например, на бирже CBOT (Chicago Board of Trade) торгуются фьючерсы на долларový индекс DXN2 и спотовый инструмент DXС5. Именно последний и представляет собой

курс доллара относительно корзины основных валют, взвешенных в соответствии с их удельным весом в мировой торговле. Поскольку индекс доллара является, по существу, обобщенным индексом валютного рынка, то он играет на рынке Forex примерно ту же роль, что и индекс ДЛА для фондового рынка. Вес в индексах в целом основывается на уровне рыночного оборота основных валют, входящих в индекс.

4.4.3 Рынок золота

Сравнивая динамику рынка валют с рынком золота, можно сделать вывод о том, что рынок золота является промежуточным звеном между рынками сырья и валюты. В связи с тем, что рынок сырья ближе к реальному сектору, чем рынок валют, он раньше реагирует на изменение рыночной ситуации. Золото также является сырьем, но особенным, которое ближе стоит к рынку валюты. Поэтому золото несколько опережает динамику доллара.

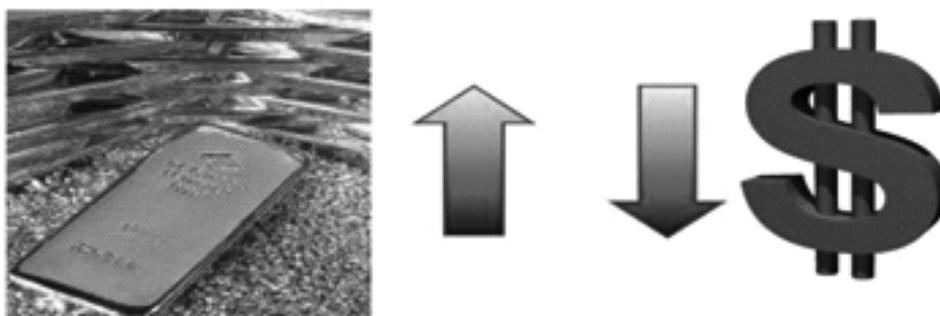
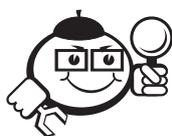


Рис. 4.26

Стоит отметить, что инвестирование в золото не является выгодным вложением, как правило, инвестиции в драгоценные металлы говорят о том, что инвесторы боятся вкладывать свои средства в привычные инвестиции — акции и облигации. А так как большинство инвесторов размещают свои средства в американские активы, то и повышение спроса на золото, приводящее к росту цены на него, приводит к обратной реакции на валютном рынке — курс доллара падает или наоборот [11].

После кризиса 2008 года за растущей ценой золота стоит падение курса доллара и практически уход в минус реальных процентных ставок в США. В такой ситуации лучше всего рассматривать золото так, как это делали ведущие банкиры до разрушения Америкой золотого стандарта: не как товар, а как альтернативную валюту. До тех пор пока доллар будет оставаться слабым, цены на золото будут штурмовать одну вершину за другой. В августе 2011 г. золото вплотную подошло к значению 2000\$ за унцию, но все равно не выглядело перепроданным.



Пример 4.8

Пример изменений золота и курса британского фунта стерлингов

22 сентября 2011 года курс золота резко упал на 60\$ (более чем на 3%) за несколько часов (рис. 4.27).



Рис. 4.27 – Динамика цен на золото 22 сентября 2011 года

Таковую же реакцию показал и курс GBP/USD, который упал более чем на 1% (рис. 4.28).



Рис. 4.28 – Динамика курса GBP/USD 22 сентября 2011 года

Что касается других базовых металлов, то взаимосвязь цен на металлы (медь, алюминий, никель) и курсов Австралийского и Новозеландского долларов носит сопоставимый характер. Специфика товарных валют состоит в том, что экономика их стран в основном держится на экспорте определенного вида сырья — нефти, газа, драгоценных или цветных металлов.

Экономика Австралии в большой степени зависит от экспорта золотых изделий, который составляет более 50% от всего экспорта страны. Так же Австралия добывает много цветных металлов, экспорт которых идет в первую очередь в Китай.

Экономика Новой Зеландии так же во многом зависит от экспорта. Среди большого количества товаров важную роль играют цветные металлы.

4.4.4 Рынок нефти

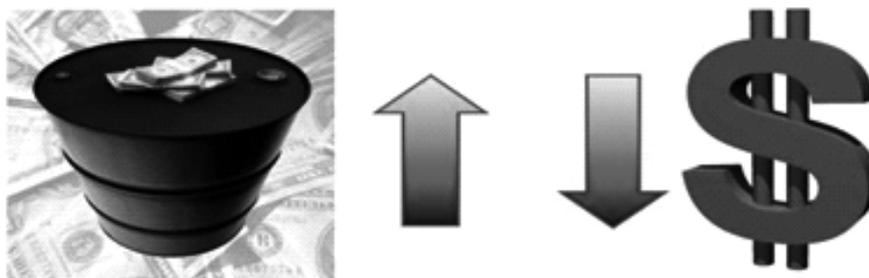


Рис. 4.29

Изменение цен на нефть всегда оказывало довольно сильное влияние на ход торгов. Но за последние 10 лет характер этого влияния резко поменялся. Нефть всегда продается за доллары, а основными поставщиками «черного золота» всегда были арабские страны, члены ОПЕК. Рост цен на нефть предполагал и то, что долларов для ее покупки нужно больше, поэтому американская валюта тоже росла в цене. Но все стало резко меняться после первой военной кампании в Ираке. Арабский мир увидел в США злейшего врага и делал все возможное, чтобы «вставить палки в колеса» американской экономике. В начале нового тысячелетия у США стал стремительно расти внешний долг. Не забываем, что США являются основным мировым потребителем нефти, поэтому любое повышение цены негативно отражалось на ее платежном и торговом балансе. Но после того, как в 2005 году цены на основные сорта нефти превысили \$50 за баррель, это начало оказывать сильное давление не только на американскую, но и в большей степени на европейскую и японскую экономики. Поэтому рост цен выше этой психологической отметки уже не приводит к сильному снижению доллара против евро, фунта или йены. Единственной валютой, которая стабильно растет против доллара на фоне повышения цен на нефть, остается канадский доллар. Только loonie (CAD) закончил 2005 год победителем в схватке с американским долларом, укрепившись более чем на 5%.

США потребляет более 25% всей мировой нефти, большую часть которой экспортирует. Поэтому любое повышение цен на нефть приводит к тому, что США придется больше денег тратить на покупку нефти, что ухудшает ее торговый баланс. А это приведет к снижению курса американского доллара. Канада много нефти экспортирует в США, а значит, рост цен на нефть приведет к росту канадского доллара [11].

4.4.5 Фондовые индексы акций (NIKKEI, DOW JONES, DAX, FTSE и т. д.)

Процентная ставка, фондовый рынок и валютный курс

Первый вариант: облигации. При росте доходности облигации, что означает падение цены на них, возникает повышенный интерес вложения денег в этот финансовый инструмент. Упрощенную формулу расчета цены можно представить, как:

$$Ц = \frac{С}{П},$$

где $Ц$ — теоретическая цена (стоимость) облигации, $С$ — абсолютная величина дохода по облигации за год, $П$ — рыночный процент в долях.

Из формулы видно, что цена облигации будет уменьшаться, если будет расти рыночная процентная ставка. Графически прирост ставки процента вызывает уменьшение объема чистых иностранных инвестиций. На графике валютного рынка это вызывает сдвиг кривой NFI влево, что в конечном итоге приводит к росту курса национальной валюты (рис. 4.30).

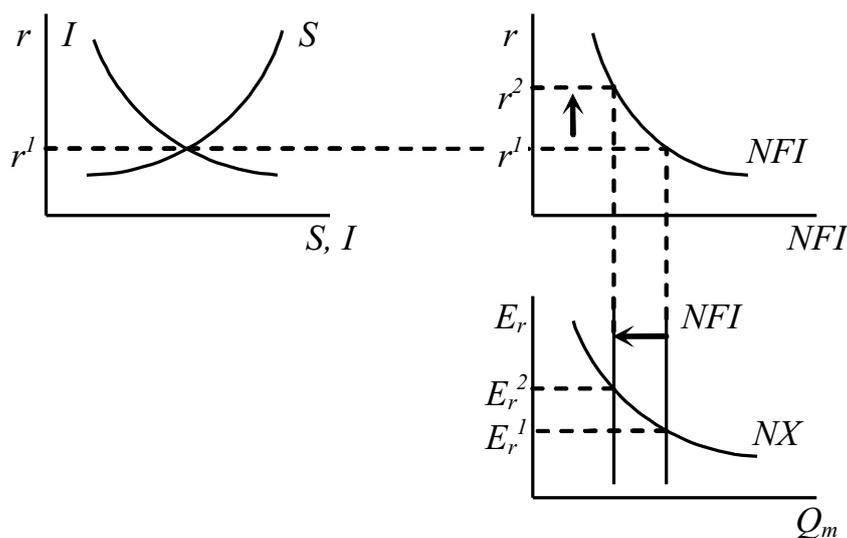


Рис. 4.30 – Доходность облигаций и валютный курс

Второй вариант: акции. Рассмотрим с помощью нашей модели, что произойдет, если национальный фондовый рынок растет. При росте национального фондового рынка стоимость акций национальных компаний возрастает, следовательно, инвесторы будут отказываться от части своих иностранных инвестиций в пользу отечественных (рис. 4.31). Таким образом, чистые иностранные инвестиции снизятся. Графически это отобразится в сдвиге кривой NFI влево.

При неизменной реальной процентной ставке сдвиг кривой NFI влево на валютном рынке выразится в повышении курса национальной валюты.

Рост фондовых индексов говорит о хорошем состоянии национальной экономики и повышает спрос на валюту данной страны.

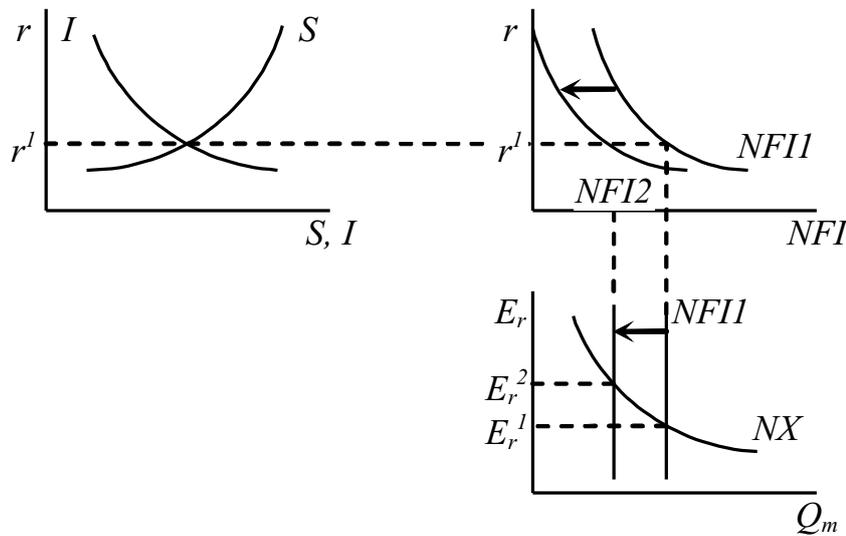


Рис. 4.31 – Влияние фондового рынка на валютные курсы

Рынок акций и валютный рынок

Этот сегмент рынка ценных бумаг так же сильно взаимодействует с валютным рынком. Но в отличие от рынка облигаций, рынок акций более тесно контактирует с валютными котировками именно на краткосрочных временных масштабах, что особенно важно при внутрисуточной торговле [13].

Разумеется, следить за всеми акциями не стоит, нужно уделять внимание динамике основных фондовых индексов.

Фондовый индекс — составной показатель изменения цен определенной группы ценных бумаг — «индексной корзины». Нам для работы интересны так называемые «страновые» фондовые индексы, которые отражают состояние фондового рынка страны.

Как правило, абсолютные значения индексов не важны. Большее значение имеют изменения индекса с течением времени, поскольку они позволяют судить об общем направлении движения рынка, даже в тех случаях, когда цены акций внутри «индексной корзины» изменяются разнонаправленно. В зависимости от выборки показателей, фондовый индекс может отражать поведение и какой-то группы ценных бумаг (или других активов) или рынка (сектора рынка) в целом. Чаще всего динамика национального фондового индекса оказывает прямое влияние на валютный курс, то есть рост фондового индекса приводит к росту национальной валюты и наоборот.

Индекс Доу–Джонса (Dow Jones)

Существует 4 разновидности индекса Доу–Джонса:

- 1) Промышленный индекс Доу–Джонса (Dow Jones Industrial Average — DJIA).
- 2) Транспортный индекс Доу–Джонса (Dow Jones Transportation — DJTA).
- 3) Коммунальный индекс Доу–Джонса (Dow Jones Utility Average — DJUA).

- 4) Составной индекс Доу–Джонса (Dow Jones Composite Average – DJIA – DJCA) – показатель, составляющийся на базе промышленного, транспортного и коммунального индексов Доу–Джонса.

Это самый старый индекс, рассчитывается с 1896 года. Есть несколько видов этого индекса, но все внимание инвесторов сосредоточено на Промышленном индексе (The Dow Jones Industrial Average, DJIA) – простой средний показатель движения курсов акций 30 крупнейших промышленных корпораций. Его состав не является неизменным: компоненты его могут изменяться в зависимости от позиций крупнейших промышленных корпораций в экономике США и на рынке, однако в современных условиях такие случаи довольно редки. На его составляющие приходится от 15 до 20% рыночной стоимости акций, котируемых на Нью-йоркской фондовой бирже, поэтому DJIA иногда называют индексом «голубых фишек».

Индекс «Стэндрд энд пуэз» (Standart and Poors S&P)

Этот индекс публикуется независимой компанией «Стэндрд энд пуэз». Он составляется в двух вариантах: по акциям 500 корпораций и по акциям 100 корпораций. S&P-500 представляет собой взвешенный по рыночной стоимости индекс акций 500 корпораций, которые представлены в нем в следующей пропорции: 400 промышленных корпораций, 20 транспортных, 40 финансовых и 40 коммунальных компаний. В него включены в основном акции компаний, зарегистрированных на Нью-йоркской фондовой бирже, однако присутствуют также акции некоторых корпораций, которые котируются на Американской фондовой бирже и во внебиржевом обороте. Индекс представляет около 80% рыночной стоимости всех выпусков, котируемых на Нью-йоркской фондовой бирже. Этот индекс более сложный по сравнению с индексом Доу–Джонса, но он считается также более точным в силу того, что в нем представлены акции большего числа корпораций и акции каждой корпорации взвешиваются на величину стоимости всех акций, находящихся в руках акционеров. Фьючерсы и опционы по нему продаются на Чикагской товарной бирже.

S&P-100. Индекс исчисляется на той же основе, что и индекс по акциям 500 корпораций, но состоит из акций корпораций, по которым существуют зарегистрированные опционы на Чикагской бирже опционов. В основном – это промышленные корпорации.

Индекс внебиржевого оборота NASDAQ

Национальная ассоциация фондовых дилеров исчисляет целый ряд индексов, представляющих как внебиржевой оборот в целом, так и бумаги корпораций отдельных отраслей. Основным является индекс NASDAQ, в который включены в качестве компонентов акции около 3500 корпораций (кроме котируемых на биржах). Этот индекс является показателем, взвешенным по рыночной стоимости его составляющих.

Стоит отметить, что если дневная динамика американских фондовых индексов не превышает 1%, то реакция валютного рынка на эти движения невелика. И наоборот, если фондовые индексы меняются более чем на 1%, то реакция валютного

рынка на эти движения невелика. И наоборот, если фондовые индексы меняются более чем на 1%, то и движения на рынке Forex могут быть довольно резкие.

Основной японский фондовый индекс *NIKKEI-225* показывает средневзвешенное движение акций 225 крупнейших корпораций Японии, которые зарегистрированы на Токийской фондовой бирже (TSE).

Необходимо отметить, что индексы других стран практически не оказывают никакого влияния на курсы валют. Это германский *Xetra DAX-30*, французский *CAC-40* и британский *FTSE-100*. Эти индексы сильно зависят от американского фондового рынка, поэтому не влияют на курсы EUR, GBP и CHF.

4.4.6 Динамика цен государственных облигаций (T-bills, T-bonds)

Увеличение спроса на государственные ценные бумаги и следующее за ним повышение их цен, как правило, сопровождается ростом национальной валюты.

Ставки по 30-летним казначейским бондам

Проценты на 30-летние казначейские бонды (T-bonds), более известные как длинные бонды, наиболее сильный фундаментальный индикатор, указывающий инфляционные настроения рынка. Чаще всего при оценке бондов (облигаций) используется процентная ставка, а не цена. Конечно же, нет строгой привязки курса доллара США к процентной ставке, но все же при изменении процентной ставки на бонды курс американской валюты меняется обратно-направленно. При росте ставок на бонды курс доллара снижается, и наоборот. Обычно сильное изменение процентной ставки и, как следствие, доллара происходит после выхода очень сильных макроэкономических новостей.

Ставки по 10-летним казначейским облигациям (10-year Treasury Note)

Казначейство ответственно за принятие решений по долгам (выпуск вышеупомянутой бумаги и др.), а также за фискальную часть бюджета. В принципе, казначейство не оказывает влияния на монетарную политику, но очень часто различные постановления оказывают сильное влияние на рынок валют. Рынок FOREX постоянно сравнивает ставки по 10-летним казначейским обязательствам США (10-year Treasury Note) с подобными бумагами других стран:

- EuroZone — German 10-year bund;
- Япония — 10-year JGB;
- Великобритания — 10-year gilt.

Разница в ставках между казначейскими обязательствами США и вышеупомянутыми бумагами других стран оказывает довольно сильное влияние на курс валют. Более высокая ставка на обязательства США, как правило, укрепляет доллар.

Взаимосвязь валютного рынка и рынка облигаций редко проявляется в краткосрочной перспективе, тем не менее обращайтесь внимание на такие сообщения: «... поддержку курсу валюты оказывают хорошие результаты аукциона по размещению

государственных облигаций . . .». Это говорит о том, что инвесторы покупают долговые активы и не боятся, что по ним могут быть проблемы в будущем. Напротив, если растет доходность по облигациям — это негатив для национальной валюты.

Ухудшение же рейтингов государственных ценных бумаг, как правило, негативно влияет на курс валюты.

4.5 Политические факторы

Заседания Большой восьмерки (G8), торговых и экономических союзов

Как правило, на подобных заседаниях решается большое количество как политических, так и экономических вопросов. Проблемы, которые на них поднимаются, зачастую имеют статус «глобальных, общемировых». Поэтому решения, которые принимаются на подобных заседаниях и саммитах, оказывают большое влияние на экономические и политические процессы во всем мире. Разумеется, валютный рынок всегда очень внимательно следит за подобными событиями мировой жизни. Довольно часто реакция валютных игроков бывает достаточно сильной. Если подобное заседание проходит в выходные дни, то в понедельник валютные рынки могут открыться с гэпом.

Выступление глав правительств, центральных банков, министров финансов и других высокопоставленных политических деятелей

Высказывания, способные повлиять на движения курсов валют, появляются во время различных докладов, саммитов, встреч, пресс-конференций и т. д. (например, встречи лидеров стран Большой семерки или пресс-конференция после очередного обсуждения процентных ставок). Журналисты ведущих мировых информационных агентств внимательно следят за подобными выступлениями и в режиме реального времени вставляют самые горячие высказывания в колонки новостей своих агентств (так называемые «hot lines» или «hot news»). По силе воздействия на рынок эти высказывания можно сравнить с экономическими индикаторами.

Чаще всего дата и время того или иного выступления известны. К этим событиям рынок готовится, поэтому незадолго до их наступления появляются прогнозы или слухи о том, что может быть сказано и как может быть интерпретировано. Однако бывают ситуации, когда это происходит неожиданно для рынка. Тогда на рынке могут начаться сильные движения валютных курсов, которые не всегда предсказуемы. Если те или иные высказывания несут в себе долгосрочные последствия (например, возможность изменения процентных ставок, принципов формирования государственного бюджета и др.), то такие движения могут превратиться в долгосрочные тренды.

В первую очередь нужно следить за выступлениями глав ЦБ, глав правительств, видных экономистов по поводу ситуации на рынке. Достаточно часто, особенно при наличии определенных условий, выступление того или иного лица может не только сильно повлиять на поведение той или иной валюты, но и в корне изменить ситуацию на рынке.

Высказывания, способные повлиять на движения курсов валют, появляются во время различных докладов, саммитов, встреч, пресс-конференций и т. д. (например, встречи лидеров стран Большой Семерки или пресс-конференция после очередного обсуждения процентных ставок).

Журналисты информационных агентств (Reuters, Bloomberg и др.) внимательно следят за подобными выступлениями и в режиме реального времени вставляют самые горячие высказывания в колонки новостей своих агентств (так называемые hot lines или hot news).

По силе воздействия на рынок эти высказывания можно сравнить с экономическими индикаторами. Чаще всего дата и время того или иного выступления известны. К этим событиям рынок готовится, поэтому незадолго до их наступления появляются прогнозы или слухи о том, что может быть сказано и как это может быть проинтерпретировано. Однако бывают ситуации, когда это происходит неожиданно для рынка. Тогда на рынке могут начаться сильные движения валютных курсов, которые не всегда предсказуемы. Если те или иные высказывания несут в себе долгосрочные последствия (например, возможность изменения процентных ставок, принципов формирования государственного бюджета и др.), то такие движения могут превратиться в долгосрочные тренды.

Выступление главы Федеральной Резервной Системы США

Выступление главы Федеральной резервной системы США проходит два раза в год: зимой и летом. Доклад проливает свет на новые планы и цели Федеральной резервной системы при проведении денежной политики. За ним пристально наблюдают все участники рынка и пытаются найти намек на возможные действия ФРС при будущем изменении основных процентных ставок. Выступление оказывает значительное влияние на рынок. Это одно из самых важных и значимых событий для финансового рынка.

Еще одно постоянное событие — это пресс-конференция Председателя ЕЦБ после заседания центрального банка. Обычно начинается через 45 минут после того, как объявляются итоги заседания, в 12.30 GMT.



Пример 4.9

5 мая 2011 г. состоялось заседание ЕЦБ, на котором основные процентные ставки оставили без изменения (рис. 4.32). Но все ждали пресс-конференции Ж.-К. Трише, на которой, как ожидали многие, Председатель ЕЦБ должен был сказать о том, что на следующем июньском заседании ставки могут быть повышены. Но Ж.-К. Трише заявил, что ЦБ внимательно следил за ценовым давлением, однако он разочаровал инвесторов тем, что не использовал любимую рынком крылатую фразу о «высокой бдительности», которая часто предвещает повышение процентной ставки по займу. Другими словами, Ж.-К. Трише не намекнул инвесторам о том, что процесс повышения ставок может быть продолжен. Более того, сам факт того, что Председатель ЕЦБ не уделил должного внимания проблеме инфляции, привело к падению евро. Трейдеры усомнились в том, что единая валюта продолжит поль-

зваться преимуществом высокой процентной ставки перед конкурентами и стали массированно продавать евро.



Рис. 4.32 – Реакция EUR/USD на итоги заседания ЕЦБ в мае 2011 года

По отношению к политическим деятелям существует такое понятие, как заговаривание курса. Это значит, что в определенные моменты времени, когда курс национальной валюты достигает уровней, неблагоприятных для определенного государства, они начинают говорить, что, по их мнению, курс уже дальше не пойдет, что они не допустят дальнейшего движения, что возможна интервенция и т. п. А поскольку этим людям доверяют (у них уже есть сложившийся авторитет и они обладают определенными полномочиями), то их слова начинают оказывать непосредственное влияние на рынок.

Чаще всего это происходит после сильного и долгосрочного тренда в одну сторону. Поэтому после подобных высказываний трейдеры могут решить не искушать судьбу и начать фиксироваться (закрывать существующие позиции). А это, в свою очередь, приводит к коррекции данного тренда.

Когда курс действительно находится на критических уровнях, то вслед за высказываниями могут последовать и интервенции центральных банков.

Выборы глав государств и в высшие органы власти

Выборы в высшие органы государственной власти всегда несут с собой вероятность больших перемен как в политической, так и экономической жизни страны. При выборах президента (актуально для США и Франции) решается такой важный вопрос, что изменится в жизни страны в последующий период. Если старый президент будет переизбран, то вероятность больших изменений невелика, но если его

сменит новое лицо, то можно ожидать серьезных перемен как во внутренней жизни страны, так и во внешней политике. Для Японии, Великобритании, Германии, Канады более важными считаются выборы в парламент, т. к. основной фигурой в этих странах являются либо премьер-министр, либо канцлер. Эти фигуры, по сути, занимаются тем же, что и президенты, т. е. реальная власть находится именно у них.

Неожиданные события

Военные действия

Ввиду того, что финансовые рынки работают с инструментами стран, политически стабильных, большинство из этих событий вряд ли возможны. Конечно, народные волнения происходят практически каждый день во многих регионах и не только в странах третьего мира. В Европе часто проходят различные забастовки и манифестации.

Особенно они участились в 2011 году, когда Еврозону охватил долговой кризис, эпицентром которого стала Греция. В этой стране массовые демонстрации проходили практически каждую неделю. Но они все равно носили локальный характер и не могли серьезно повлиять на динамику курса евро.

Военные действия так же вряд ли произойдут в таких странах. Прошли времена распада соцлагеря в Европе, когда военные действия в бывшей Югославии были очень серьезными. Сейчас такой сценарий в Европе вряд ли возможен, и уже тем более не стоит ожидать военных действий в США, Канаде, Японии или Австралии. Тем не менее войска стран НАТО могут участвовать в военных операциях.



Пример 4.10

Очень показательной в этом плане была военная операция в Ираке в 2003 году, в ходе которой были задействованы большие силы США и Великобритании (рис. 4.33).

Официальным поводом к вторжению была заявлена связь режима Саддама Хусейна с международным терроризмом, в частности движением «Аль-Каида», а также информация ЦРУ о наличии в Ираке запасов оружия массового поражения, впоследствии не нашедшая подтверждения. 20 марта 2003 года США нанесли по Багдаду первый ракетно-бомбовый удар. Американские войска на границе Кувейта и Ирака начали интенсивную артиллерийскую подготовку. Экспедиционные отряды морской пехоты пересекли ирако-кувейтскую границу и начали наземную операцию в Ираке. 9 апреля войсками коалиции был занят Багдад. 10 и 11 апреля были взяты другие крупнейшие города Ирака — Киркук и Мосул.

Кампания продолжалась полтора месяца и закончилась в начале мая. Она «стоила» США более 1 млрд \$, к настоящему времени погибшими числятся около 5000 чел, раненых — более 32000.



Рис. 4.33 – Влияние войны в Ираке на курс EUR/USD

За время наземной операции американский доллар сильно упал по всему рынку (курс EUR/USD вырос более чем на 1400 пунктов). После это в течение еще полутора месяцев доллар оставался на своих минимумах, пока сохранялась неопределенность внутри Ирака. И начиная с середины июня до конца августа, когда американцы полностью взяли контроль над нефтяными вышками, доллар отыграл почти все, что было упущено за время наземной операции.

Более свежим примером можно считать вторжение сил НАТО в Ливию весной 2011 года. ВМС США обстреляли позиции ливийских ВВС ракетами «Томагавк», также авиация Франции нанесла несколько авиаударов и уничтожила четыре ливийских танка.

Британские войска также принимали участие в боевой операции в Ливии, они составляли часть международной коалиции, которая обеспечивает выполнение воли ООН. Вторжение в воздушное пространство Ливии стало возможным после принятия 17 марта Совбезом ООН санкций в отношении режима Каддафи. Но эти действия практически никак не отразились на котировках валют, хотя цены на нефть выросли.

Единственный фактор неожиданности, который может произойти в любом месте в любое время — это теракты. После теракта курс национальной валюты, как правило, резко падает до выяснения обстоятельств, а именно кто несет ответственность, сколько жертв, есть ли слухи о повторном проведении теракта. Чаще всего после теракта буквально через несколько часов валюта возвращается на исходные рубежи, за исключением случаев, когда теракт очень масштабный (11 сентября 2001 г. США).

Но последние серьезные теракты в странах Большой семерки были лишь в 2005 году, 7 июля в трех поездах метро и в пассажирском автобусе в Лон-

доне прогремели взрывы, осуществленные четырьмя террористами-смертниками. В результате теракта погибли 52 человека. Около 700 человек получили ранения (рис. 4.34).

За последние 5 лет было несколько серьезных терактов:

- 18 октября 2007 года произошел один из самых кровавых за всю историю Пакистана теракт. Кортёж вернувшейся на родину экс-премьер-министра Пакистана Беназир Бхутто продвигался по одной из центральных улиц Карачи, когда прогремели два взрыва. Число погибших достигло 140 человек, более 500 ранены.
- 26 ноября 2008 года десять вооруженных автоматами и гранатами террористов начали расстреливать мирных граждан на улицах индийского города Мумбаи. После этого они взяли заложников и засели в гостиницах, пока не были уничтожены спецназом. Осада и штурм гостиниц продолжались почти 60 часов. Число жертв трагедии составило 179 человек.
- 17 июля 2009 – 2 взрыва с интервалом примерно в 5 минут прогремели утром у фешенебельных отелей Ritz-Carlton и Marriott в Джакарте. Индонезийские власти сообщают о 9 погибших и 50 раненых.
- 24 января 2011 в аэропорту Домодедово произошел взрыв в международном зале прилетов. Погибли 35 человек, почти 200 пострадали.

Но каких-то серьезных последствий для финансовых рынков они не представили. Это говорит о том, что, к сожалению, мир «привык к терактам», они стали обыденностью нашей жизни, особенно если они происходят в странах третьего мира.



Рис. 4.34 – Влияние теракта в Лондоне 07.07.2005 г. на курс GBP/CHF

Еще одна политическая новость, которая сильно оказывает влияние на ры-

нок, это отставки видных политических или финансовых деятелей. После отставок премьер-министра, министра финансов или Председателя ЦБ национальная валюта падает. Это связано с тем, что после отставки появляется неопределенность, а это самый негативный момент для всех финансовых рынков. Как правило, после назначения нового министра, национальная валюта возвращается на прежние уровни.

Форс-мажорные факторы так же не выбирают, в каком месте они будут происходить. Перед стихийными бедствиями равны все, и вероятность их так же везде одинаковая. Но стихийные бедствия могут повлиять на курс основных валют только в том случае, если они приобретают масштабный характер. (Ураган Катрина США 2005 г.)



Рис. 4.35 – AUD/USD и влияние на него наводнения в Австралии в январе 2011 года

4.6 Влияние ожиданий на формирование тенденций на валютном рынке

До сих пор мы использовали методы проведения фундаментального анализа для прогнозирования долгосрочной динамики валютных курсов. Теперь пришло время рассмотреть, чем нам может быть полезен ФА для целей более краткосрочной торговли.

Возможно ли применение фундаментального анализа для прогнозирования динамики валютных курсов в относительно краткосрочной перспективе, скажем, от недели до нескольких месяцев (или вообще внутри дня)?

Да, возможно. Но это будет уже не ФА в классическом понимании, как анализ долгосрочного воздействия макроэкономических факторов на спрос и предложение валют.

Здесь следует рассматривать воздействие на динамику валютных курсов двух групп факторов: ожиданий участников рынка относительно будущих значений тех или иных экономических данных, а также реакция и память участников рынка относительно выхода тех или иных экономических данных и политических новостей.

Несомненно, будущие значения выходящих экономических данных (как и при проведении долгосрочного ФА) могут рассматриваться рынком с точки зрения их возможного воздействия на динамику спроса и предложения на валютнообменном рынке. Важным отличием же здесь будет преобладание в краткосрочном периоде спекулятивного фактора, а значит, определяющее влияние ТА на принимаемые рынком решения. Это касается в первую очередь определения рынком целей движения (разворотных точек).

Таким образом, проведение ФА для прогнозирования рынка на временном горизонте от недели до нескольких месяцев должно согласовываться с выводами ТА (учитывать спекулятивный фактор).

Макроэкономические данные, ожидания выхода которых способны повлиять на динамику валютных курсов

На выход следующих данных ориентируется рынок в выборе направления своего краткосрочного движения (в порядке убывания значимости):

- 1) Данные об изменении учетных ставок ЦБ. Как мы уже разбирали выше, учетные ставки ЦБ во многом определяют приток и отток иностранных инвестиций в национальной экономике, непосредственно воздействуя, таким образом, на величину предложения национальных валют на валютнообменном рынке. По этой же причине рынок с особым нетерпением ждет выступлений официальных лиц, касающихся перспектив развития национальных экономик, в расчете предугадать будущие изменения процентных ставок. Стоит отметить, что в последнее время рынок стал достаточно точно предсказывать величину изменения ставок, поэтому к моменту выхода официальных данных эти изменения, как правило, уже учтены рынком и сильных колебаний валютных курсов не вызывают.
- 2) Информация о возможных изменениях во внешнеторговой политике. Введение внешнеторговых льгот или ограничений с целью улучшения показателей торгового баланса или защиты внутренних товаропроизводителей может дать эффект только в краткосрочном периоде, в долгосрочной же перспективе такие действия отобразятся только на уровне номинального валютного курса. Необходимо сказать, что изменения во внешнеторговой политике, такие как введение квот или повышение пошлин, в современной экономике развитых стран случаются отнюдь не часто.

Описанные выше данные оказывают непосредственное влияние на предложение и спрос на валютнообменном рынке. Другие важные данные обычно оказывают опосредованное влияние, как правило, воздействуя на принятие решений об изменении процентных ставок, гораздо реже об изменениях во внешнеторговой политике.

- 3) Данные о состоянии рынка труда. Наиболее важными показателями в этой группе являются: количество рабочих мест в несельскохозяйственной сфе-

ре, уровень безработицы и количество обращений за пособиями по безработице. Такие показатели, как средняя продолжительность рабочей недели и т. п., оказывают на рынок гораздо меньшее влияние. В целом, связь состояния рынка труда и валютного рынка далеко неочевидна. Тем не менее она присутствует. В то же время необходимо отметить, что повышенное внимание рынка к данной группе показателей обусловлено скорее психологическими факторами, чем фундаментальными.

- 4) Данные по валовому внутреннему продукту. Это наиболее объективный показатель, характеризующий состояние национальной экономики, к тому же непосредственно связанный как с состоянием внешней торговли, так и с динамикой официальных процентных ставок. То, что рынок уделяет ему куда меньшее внимание, чем данным по рынку труда, объяснимо тем фактом, что информация по ВВП выходит значительно позже окончания соответствующего квартала, и соответственно к моменту выхода данных она уже давно учтена валютным рынком.
- 5) Данные по инфляции. Здесь надо выделить следующие показатели: дефлятор ВВП, индекс потребительских цен, индекс цен производителей, индекс цен на импорт и индекс цен на экспорт. Как было показано выше, уровень инфляции неплохо скоррелирован с динамикой официальных процентных ставок. Рост инфляции рынок воспринимает как дополнительный аргумент в пользу того, что процентные ставки в соответствующей стране будут повышены и наоборот.
- 6) Данные о состоянии совокупного внутреннего спроса. Не секрет, что совокупный спрос является, возможно, важнейшим движущим механизмом роста национальной экономики. Среди показателей, характеризующих состояние совокупного спроса, можно выделить данные по розничным продажам, запасам на складах, заказам товаров длительного пользования и продажам недвижимости.
- 7) Динамика цен на стратегически важные импортируемые и экспортируемые товары, а также состояние экспортоориентированных отраслей и отраслей, конкурирующих с импортом. Именно эта информация может подтолкнуть правительства к внесению изменений во внешнеторговую политику.

Вот примерный перечень данных, ожидания которых могут склонить направление рынка в ту или иную сторону, естественно в пределах ценовых ориентиров, заданных спекулятивным фактором (определяемых по ТА).

Выход данных и ожидание выхода данных

К понятию «данные» можно отнести наступление следующих событий: выход (публикация) экономических индикаторов основных стран-хозяев торгуемых валют, сообщения об изменении процентных ставок в этих странах, обзоры состояния экономик и другие события, оказывающие существенное влияние на валютный рынок (например, конец финансового года в Японии 31 марта, представление министром финансов парламенту проекта государственного бюджета и др.).

Ожидание какого-либо события и наступление этого события являются сильным движителями валютных курсов. Трудно сказать, что оказывает более сильное

влияние на рынок, само событие либо его ожидание, но можно сказать с уверенностью, что выход серьезных данных может приводить к значительным и продолжительным движениям курсов валют. К таким важным данным относятся: Nonfarm payrolls, GDP, Industrial production, CPI, PPI и некоторые другие. Дата и время выхода того или иного индикатора заранее известны. Существуют так называемые календари экономических индикаторов и наиболее важных событий в жизни отдельных государств с указанием конкретных дат либо примерного времени их выхода. К этим событиям рынок готовится. Появляются ожидания и прогнозы того, какое значение того или иного индикатора может выйти и как оно может быть интерпретировано.

Выход данных может привести к резким колебаниям валютных курсов. В зависимости от того, как участники рынка проинтерпретируют тот или иной индикатор, курс может пойти как в одну, так и другую сторону. Это движение курса может привести к усилению уже существующего тренда, его коррекции либо началу нового тренда. Тот или иной исход зависит от нескольких факторов: ситуации на рынке, экономического состояния стран-хозяев рассматриваемых валют, предварительных ожиданий и настроений и, наконец, значения конкретного индикатора.



Пример 4.11

Например, после выхода серии растущих значений индикаторов GDP, Nonfarm payrolls, CPI, PPI на рынке могут появиться разговоры о возможном повышении процентных ставок в США. Даже если это изменение произойдет через несколько месяцев, уже сейчас активно начинают покупать доллары США против других валют. Таким образом, начинается up-trend по доллару США — устойчивая тенденция усиления доллара против других валют. После выхода сообщения об изменении ставки может начаться коррекция на это движение.

С выходом тех или иных данных (или любой информации, влияющей на рынок) связаны следующие поговорки: «продавай при выходе хороших данных» (sell good news) и «покупай на слухах, продавай на фактах» (buy on rumor, sell on fact). Эти поговорки подходят к ситуациям, когда рынок ожидает наступления какого-либо события.

Еще до выхода информации об этом событии происходит движение курса в определенном направлении (направлении интерпретации будущего события), т. е. рынок «закладывается». Поэтому зачастую после выхода данных (если информация соответствует ожиданиям) курс движется в противоположном направлении. Это связано с тем, что на ожиданиях были открыты позиции, и, когда произошло то, чего ждали, происходит закрытие этих позиций, так называемый «profit taking» (снятие прибыли). Ситуация, когда происходят подобные события, характеризуется выражением «priced in» (т. е. наступление данного события уже заложено в цену — имеется в виду курс одной валюты по отношению к другой).



Контрольные вопросы по главе 4

- 1) В чем заключается основной подход к классификации показателей фундаментального анализа?
- 2) Перечислите Макроэкономические показатели 1-й группы.
- 3) Почему влияние уровня ВВП важно для экономики?
- 4) Что такое индекс деловой активности?
- 5) Назовите основные Макроэкономические показатели 2-й группы.
- 6) Что такое Non farm payrolls?
- 7) Какие показатели относятся к Макроэкономическим показателям 3-й группы?
- 8) Перечислите важные политические факторы, оказывающие влияние на финансовые рынки.
- 9) Как ожидания влияют на формирование тенденций на валютном рынке?

Глава 5

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОТРАСЛЕЙ И ПОКАЗАТЕЛЕЙ РАЗВИТИЯ КОМПАНИЙ

5.1 Анализ экономических отраслей

При изучении отдельных отраслей прежде всего исследуются следующие данные:

- заказы на продукцию отрасли;
- наличие и величина заказов;
- величина товарных запасов;
- планы производства;
- индексы чувствительности;
- правительственное вмешательство (налоги и ограничения);
- структура рынка и конкурентная ситуация.

Другой частью анализа отраслей, которая становится все более популярной, является изучение стадий их жизненного цикла.

Подобно общеизвестному экономическому циклу, существует также и цикличность развития фондового рынка. Знание их взаимосвязи помогает аналитику готовить соответствующие прогнозы. Цикличность развития отрасли вызывает перемещение инвестиционных потоков из одной отрасли в другую в соответствии с динамикой экономического цикла.

Принципиальный подход теории циклического развития основан на том, что во всех фазах экономического цикла компании определенных отраслей превосходят по динамике своего развития компании других отраслей. Цикл фондового рынка предугадывает с некоторым временным лагом предстоящие доходы различных отраслей.

Очевидно, что первый шаг при реализации этого подхода — это выяснение текущего состояния экономического цикла путем использования различных инструментов фундаментального анализа.

Вообще рынок ценных бумаг в зависимости от его взаимосвязи с цикличностью экономического развития может быть разделен на 3 деловых сектора:

- 1) **Акции, подверженные влиянию цикличности.** Отрасли этой группы обычно тесно связаны с потребительским рынком. Поэтому чувствительность таких компаний к изменениям в уровне доходов и процентных ставок очень высока. Частные решения о покупках не требуют разработки детальных бизнес-планов или одобрения бюджетного комитета и совета директоров. В начале устойчивого увеличения доходов после выхода из рецессии дополнительные частные заказы могут легко выполняться циклическими компаниями в короткое время, что обусловлено наличием не используемых в данное время производственных мощностей. Расширяющаяся циклическая промышленность шаг за шагом вытягивает за собой другие отрасли промышленности, размещая заказы на оборудование и машины. Начальные признаки предстоящего подъема исходят с потребительского рынка жилья. В течение предшествующей фазы рецессии центральный банк обычно понижает процентные ставки, что также способствует снижению процентных ставок по ипотечным кредитам. Кроме того, правительство часто поддерживает частное жилищное строительство улучшением политики начисления износа и налогообложения. Следующее за этим увеличение закупок мебели и бытовых приборов приносит выгоды также и циклическому сектору. Так как циклические сектора показывают рост доходов в течение стадии бума, инвесторы должны обращать внимание на них заранее — начиная с начала фазы подъема экономического цикла [2].
- 2) **Оборонительные акции.** К таким можно отнести акции всех тех компаний, которые являются сравнительно малочувствительными к динамике экономического цикла и поэтому показывают результаты деятельности выше средних в течение фаз спада и рецессии. Большинство из них — это компании, производящие товары или оказывающие услуги с относительно постоянным спросом на них в течение ряда лет, такие, например, как продовольствие и здравоохранение. Кроме того, к оборонительным должны быть отнесены акции компаний коммунального хозяйства. Очевидно, что услуги компаний энерго-, газо- и водоснабжения имеют спрос даже в плохие времена, и поэтому они являются более стойкими к рыночным колебаниям. К тому же, как крупные дебиторы они извлекают выгоду из снижения процентных ставок в течение фазы рецессии.
- 3) **Акции роста.** Некоторые отрасли показывают значительный рост в течение всего экономического цикла. Во время рецессии большинство конкурентов отбраковывается инвесторами из-за падения их доходов. Заводы закрываются из-за низкого уровня использования их производственной мощности, оборудование и другие основные фонды продаются, чтобы вернуть взятые в долг средства. Выжившие компании выясняют, извлекут ли они выгоду из такого развития ситуации позже, с увеличением спроса, и приобретают эти основные фонды. Типичными примерами являются

компании телекоммуникаций, информационных технологий или химической промышленности.

5.2 Корпоративный анализ

В основе корпоративного анализа заложена оценка состояния любого предприятия согласно основным характеристикам экономического состояния эмитента, как структурным так и общеэкономическим. Остановимся на важнейших из них [2].

Коэффициенты:

- *Ликвидность* (Liquidity Ratios).

Коэффициенты ликвидности характеризуют способность быстро погасить собственные долговые обязательства перед кредиторами.

1) Коэффициент абсолютной ликвидности (Cash ratio).

Показывает, какая доля долговых обязательств может быть покрыта за счет денежных средств и их эквивалентов в виде высоколиквидных активов предприятия (ценные бумаги, депозиты и т. д.). Этот показатель позволяет определить, имеются ли у предприятия ресурсы, способные удовлетворить требования кредиторов в критической ситуации.

Рассчитывается по формуле:

$$\text{Абс. лик.} = \frac{\text{денежн. ср.} + \text{кратк. фин. вложения}}{\text{текущие обязательства}}. \quad (5.1)$$

Рекомендуемые значения: 0,2–0,5.

2) Коэффициент срочной ликвидности (Quick ratio).

Отношение наиболее ликвидной части оборотных средств (денежные средства, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения) к краткосрочным обязательствам. Хорошим показателем является значение этого индикатора больше 1. При снижении коэффициента срочной ликвидности предприятие может столкнуться с временным дефицитом ликвидных средств, однако эта проблема может быть разрешена в том случае, если предприятие имеет кредитную линию в кредитных учреждениях или высокий кредитный рейтинг, позволяющий выгодно продать собственные облигации на финансовом рынке.

Рассчитывается по формуле:

$$QR = \frac{\text{денежн. ср.} + \text{кратк. фин. вложения} + \text{сч. к получению}}{\text{текущие пассивы}}. \quad (5.2)$$

Рекомендуемые значения: 0,3–1.

3) Коэффициент текущей ликвидности (Current Ratio).

Рассчитывается как частное от деления оборотных активов на краткосрочные обязательства и показывает, достаточно ли у предприятия средств, которые могут быть использованы для погашения краткосрочных обязательств. В состав оборотных активов принято включать денежные средства (cash), краткосрочные финансовые вложения (short term investments), дебиторскую задолженность (debtors), запасы сырья, материалов, товаров и готовой продукции (inventory).

Рассчитывается по формуле:

$$CR = \frac{\text{текущие активы}}{\text{текущие пассивы}}. \quad (5.3)$$

Рекомендуемые значения: 1–2.

4) *Чистый оборотный капитал* (Net working capital).

Разность между оборотными активами предприятия и его краткосрочными обязательствами. Недостаток оборотного капитала свидетельствует о неспособности предприятия своевременно погасить краткосрочные обязательства. Значительное превышение чистого оборотного капитала над оптимальной потребностью свидетельствует о нерациональном использовании ресурсов предприятия. Важное аналитическое значение имеет рассмотрение темпов роста собственного оборотного капитала предприятия на фоне темпов инфляции.

Рассчитывается по формуле:

$$NWC = \text{текущие активы} - \text{текущие пассивы}. \quad (5.4)$$

Рекомендуемые значения: > 0 .

5) *Косвенные показатели ликвидности*.

На практике косвенными индикаторами наличия у предприятия проблем с ликвидностью могут быть задержки выплаты заработной платы сотрудникам, дивидендов акционерам, неплатежи прочим кредиторам предприятия. Согласно закону №6-ФЗ РФ от 8 января 1998 г. «О несостоятельности (банкротстве)» «юридическое лицо считается неспособным удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, если соответствующие обязательства и (или) обязанности не исполнены им в течение трех месяцев с момента наступления даты их исполнения». К такому предприятию может быть применена процедура банкротства.

- *Финансовая устойчивость* (Gearing ratios).

Финансовая устойчивость определяется структурой капитала. Показатели структуры капитала отражают соотношение собственных и заемных средств в источниках финансирования компании, т. е. характеризуют степень финансовой независимости компании от кредиторов. Для оценки структуры капитала используются следующие отношения:

1) *Коэффициент финансовой независимости* (Equity to Total Assets).

Характеризует зависимость фирмы от внешних займов. Чем ниже значение коэффициента, тем больше займов у компании, тем выше риск неплатежеспособности. Каких-либо жестких нормативов соотношения собственного и привлеченного капитала не существует, как, впрочем, не существует жестких нормативов в отношении финансовых коэффициентов в целом. Тем не менее среди аналитиков распространено мнение, что доля собственного капитала должна быть достаточно велика — не менее 50%, поскольку оно с большей вероятностью может погасить долги за счет собственных средств.

Рассчитывается по формуле:

$$\text{ФН} = \frac{\text{собственный капитал}}{\text{активы предприятия}}. \quad (5.5)$$

Рекомендуемые значения: 0,5–0,8.

2) *Суммарные обязательства к суммарным активам* (Total debt to total assets).

Еще один вариант представления структуры капитала компании. Демонстрирует, какая доля активов предприятия финансируется за счет долгосрочных займов. Чем показатель меньше, тем лучше финансовая устойчивость компании.

Рассчитывается по формуле:

$$\frac{TD}{TA} = \frac{\text{долгоср. обязат.} + \text{текущ. обязат.}}{\text{активы предприятия}}. \quad (5.6)$$

Рекомендуемые значения: 0,2–0,5.

3) *Долгосрочные обязательства к активам* (Long-term debt to total assets).

Показывает, какая доля активов предприятия финансируется за счет долгосрочных займов.

Рассчитывается по формуле:

$$\frac{LD}{TA} = \frac{\text{долгоср. обязат.}}{\text{активы предприятия}}. \quad (5.7)$$

4) *Суммарные обязательства к собственному капиталу* (Total debt to equity).

Отношение кредитных и собственных источников финансирования. Так же, как и TD/TA , является еще одной формой представления коэффициента финансовой независимости. Чем меньше коэффициент, тем более стабильным является финансовое положение предприятия.

Рассчитывается по формуле:

$$\frac{TD}{EQ} = \frac{\text{долгоср. обязат.} + \text{текущ. обязат.}}{\text{собственный капитал}}. \quad (5.8)$$

Рекомендуемые значения: 0,25–1.

5) *Долгосрочные обязательства к внеоборотным активам* (Long-term debt to fixed assets).

Демонстрирует, какая доля основных средств финансируется за счет долгосрочных займов.

Рассчитывается по формуле:

$$\frac{TD}{FA} = \frac{\text{долгоср. обязат.} + \text{текущ. обязат.}}{\text{долгосрочные активы}}. \quad (5.9)$$

6) *Коэффициент покрытия процентов* (Times interest earned).

Характеризует степень защищенности кредиторов от невыплаты процентов за предоставленный кредит и демонстрирует: сколько раз в течение отчетного периода компания заработала средства для выплаты процентов по займам. Этот показатель также позволяет определить допустимый уровень снижения прибыли, используемой для выплаты процентов.

Рассчитывается по формуле:

$$TIE = \frac{\text{прибыль до вычета налогов и \% по кредитам}}{\% \text{ по кредитам}}. \quad (5.10)$$

Рекомендуемые значения: > 1.

Следует помнить, что рекомендуемые значения показателей, как правило, существенно различаются для разных отраслей и даже внутри одной отрасли, и полное представление о финансовом состоянии компании можно получить только при анализе всей совокупности финансовых показателей с учетом особенностей деятельности предприятия.

- *Рентабельность* (Profitability ratios).

Коэффициенты рентабельности показывают, насколько прибыльна деятельность компании.

- 1) *Коэффициент рентабельности продаж* (Return on sales), в процентах.

Демонстрирует долю чистой прибыли в объеме продаж предприятия. Для российских предприятий неотрицательный коэффициент, с учетом уровня инфляции — уже хороший показатель.

Рассчитывается по формуле:

$$ROS = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{чистый объем продаж}} \times 100\%. \quad (5.11)$$

- 2) *Коэффициент рентабельности собственного капитала* (Return on shareholders' equity), сокращенно ROE.

Позволяет определить эффективность использования капитала, инвестированного собственниками предприятия. Обычно этот показатель сравнивают с возможным альтернативным вложением средств в акции других предприятий. Под собственным капиталом обычно понимается сумма акционерного капитала и резервов, образованных из прибыли предприятия. Рентабельность собственного капитала показывает, сколько денежных единиц чистой прибыли заработала каждая единица, вложенная собственниками компании. Показатель рентабельности собственного капитала также характеризует эффективность работы менеджеров компании-эмитента. Однако коэффициент имеет и обратную трактовку — если у компании в отрасли доход на акционерный капитал много меньше, чем у остальных, то у данной компании, при выполнении ряда условий существуют перспективы роста, а следовательно, повышение рыночной стоимости акций.

Рассчитывается по формуле:

$$ROE = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{собственный капитал}} \times 100\%. \quad (5.12)$$

- 3) *Коэффициент рентабельности активов предприятия* (Return on assets), в процентах.

Позволяет определить эффективность использования активов предприятия. Коэффициент рентабельности активов показывает, сколько денежных единиц чистой прибыли заработала каждая единица активов. Показатель рентабельности собственного капитала характеризует эффективность работы финансовых менеджеров компании и специалистов в области управленческого учета.

Рассчитывается по формуле:

$$ROA = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{активы предприятия}} \times 100\%. \quad (5.13)$$

- 4) *Коэффициент рентабельности оборотных активов* (Return on current assets), в процентах.

Демонстрирует возможности предприятия в обеспечении достаточного объема прибыли по отношению к используемым оборотным средствам компании. Чем выше значение этого коэффициента, тем более эффективно и быстро используются оборотные средства.

Рассчитывается по формуле:

$$RCA = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{текущие активы}} \times 100\%. \quad (5.14)$$

- 5) *Коэффициент рентабельности внеоборотных активов* (Return on fixed assets), в процентах.

Демонстрирует способность предприятия обеспечивать достаточный объем прибыли по отношению к основным средствам компании. Чем выше значение данного коэффициента, тем более эффективно используются основные средства, а также тем быстрее окупятся новые инвестиции в основной капитал.

Рассчитывается по формуле:

$$RFA = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{долгосрочные активы}} \times 100\%. \quad (5.15)$$

- 6) *Коэффициент рентабельности инвестиций* (Return on investment), %.

Показывает, сколько денежных единиц потребовалось предприятию для получения одной денежной единицы прибыли. Этот показатель является одним из наиболее важных индикаторов конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности.

Рассчитывается по формуле:

$$ROI = \left(\frac{\text{чистая прибыль}}{\text{собственный капитал}} + \text{долгосрочные обязат.} \right) \times 100\%. \quad (5.16)$$

- 7) *Рентабельность продаж по маржинальному доходу* (Gross Profit Margin), в процентах.

Показывает отношение маржинального дохода предприятия к выручке от реализации.

Рассчитывается по формуле:

$$GPM = \frac{\text{выруч от реализ. за вычетом перемен. затрат}}{\text{выручка от реализ.}} \times 100\%. \quad (5.17)$$

- *Деловая активность* (Activity ratios).

Показатели оборачиваемости активов (assets turnover) и оборачиваемости собственного капитала (equity turnover) характеризуют уровень деловой активности предприятия и рассчитываются как отношение годовой выручки от реализации продукции (работ, услуг) к среднегодовой стоимости соответственно активов и собственного капитала. Эта группа коэффициентов позволяет проанализировать, насколько эффективно предприятие использует свои средства. Показатели деловой активности особенно важно сравнивать со среднеотраслевыми, так как их величина может существенно колебаться в зависимости от отрасли.

- 1) *Коэффициент оборачиваемости рабочего капитала* (Net working capital turnover).

Показывает, насколько эффективно компания использует инвестиции в оборотный капитал и как это влияет на рост продаж. Чем выше значение этого коэффициента, тем более эффективно используется предприятием чистый оборотный капитал.

Рассчитывается по формуле:

$$NCT = \frac{\text{чистый объем продаж}}{\text{чистый оборотный капитал}}. \quad (5.18)$$

- 2) *Коэффициент оборачиваемости основных средств* (Fixed assets turnover).

Фондоотдача. Этот коэффициент характеризует эффективность использования предприятием имеющихся в распоряжении основных средств. Чем выше значение коэффициента, тем более эффективно предприятие использует основные средства. Низкий уровень фондоотдачи свидетельствует о недостаточном объеме продаж или о слишком высоком уровне капитальных вложений, или о неэффективной технологии производства.

Рассчитывается по формуле:

$$FAT = \frac{\text{чистый объем продаж}}{\text{долгосрочные активы}}. \quad (5.19)$$

- 3) *Коэффициент оборачиваемости активов* (total assets turnover).

Характеризует эффективность использования компанией всех имеющихся в распоряжении ресурсов, независимо от источников их привлечения. Данный коэффициент показывает, сколько раз за год совершается полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий эффект в виде прибыли. Этот коэффициент также сильно варьируется в зависимости от отрасли.

Рассчитывается по формуле:

$$TAT = \frac{\text{чистый объем продаж}}{\text{активы предприятия}}. \quad (5.20)$$

4) *Коэффициент оборачиваемости запасов (Stock turnover).*

Отражает скорость реализации запасов. Для расчета коэффициента в днях необходимо 365 дней разделить на значение коэффициента. В целом, чем выше показатель оборачиваемости запасов, тем меньше средств связано в этой наименее ликвидной группе активов. Особенно актуально повышение оборачиваемости и снижение запасов при наличии значительной задолженности в пассивах компании.

Рассчитывается по формуле:

$$ST = \frac{\text{себест-ть реализованной продукции}}{\text{тов.-матер. Запасы}}. \quad (5.21)$$

5) *Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (Average collection period).*

Показывает среднее число дней, требуемое для взыскания задолженности. Чем меньше это число, тем быстрее дебиторская задолженность обращается в денежные средства, а следовательно, повышается ликвидность оборотных средств предприятия. Высокое значение коэффициента может свидетельствовать о трудностях со взысканием средств по счетам дебиторов.

Рассчитывается по формуле:

$$CP = \frac{\text{счета к получению}}{\text{чистый объем продаж}} \times 365. \quad (5.22)$$

- *Инвестиционные критерии (Investment ratios).*

1) *Прибыль на акцию (Earning per ordinary share), сокращенно EPS.*

Один из наиболее важных показателей, влияющих на рыночную стоимость компании. Показывает долю чистой прибыли в денежных единицах, приходящуюся на одну обыкновенную акцию. Увеличение прибыли на одну акцию свидетельствует о росте компании-эмитента и, как следствие, при прочих равных условиях приводит к росту размера дивидендов и росту курсовой стоимости акций.

Рассчитывается по формуле:

$$EPS = \frac{\text{чист. прибыль} - \text{див-ды по привилег. акциям}}{\text{число обыкновенн акц}}. \quad (5.23)$$

2) *Дивиденды на акцию (Dividends per ordinary share).*

Показывает сумму дивидендов, распределяемых на каждую обыкновенную акцию. Повышение дивидендов свидетельствует о росте прибылей компании и, как правило, является сигналом роста курсовой стоимости акции, в случае если до этого акции не поднимались в своей стоимости.

Рассчитывается по формуле:

$$DPS = \frac{\text{дивиденды по обыкновенн. акц.}}{\text{число обыкновенн акц}}. \quad (5.24)$$

3) *Соотношение цены акции и прибыли (Price to earnings).*

Один из главных показателей, которым руководствуется большая часть рядовых инвесторов и трейдеров рынка ценных бумаг. Этот коэффициент показывает, сколько денежных единиц согласны платить акционеры за одну денежную единицу чистой прибыли компании. Он также показывает, насколько быстро могут окупиться инвестиции в акции компании, и позволяет сравнивать цены акций на относительной основе. Акции по \$50, торгующиеся с коэффициентом P/E , равным 10, относительно дешевле акций по 20 долл. США, торгующихся с коэффициентом 30.

Рассчитывается по формуле:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{рыночная цена акции}}{EPS}. \quad (5.25)$$

4) *Коэффициент выплаты* (Payout ratio).

Процент чистой прибыли компании, идущий на выплату дивидендов. Нормальный уровень для западных корпораций 25–50%.

5.3 Достоинства и недостатки фундаментального анализа

Итак, фундаментальный анализ акций основывается на оценке эмитента: его доходов, положения на рынке, величины активов и пассивов, нормы прибыли на собственный капитал и многих других показателей, характеризующих деятельность фирмы. Базой анализа являются балансы, отчеты о прибыли и убытках, другие материалы, публикуемые компанией. Кроме того, изучается практика управления компанией, состав управляющих органов. Проводится изучение данных о состоянии дел в отрасли, анализ рынков, на которые компания выходит как продавец или покупатель. Эти исследования позволяют сделать вывод о том, завышена или занижена стоимость ценной бумаги по сравнению с реальной стоимостью активов.

Однако при всех этих достоинствах минусом фундаментального анализа является то, что это тяжелая, трудоемкая работа, требующая создания базы данных и адекватного финансирования. Доход от операций с ценными бумагами каждого отдельного оператора может оказаться недостаточным для покрытия расходов, связанных с проведением анализа.

В странах с развитой рыночной экономикой широко используется методика рейтинговой оценки корпораций в различных отраслях экономики, осуществляемая специалистами в рамках фирмы, компании, агентства и т. д. Больше всего аргументов против фундаментального анализа имеют те, кто им не пользуются. Первым из них является то, что те, кто пользуются этим типом анализа при инвестировании, основывают свои решения на информации, уже известной всем основным участникам рынка, и, следовательно, эта информация не может дать им никакого преимущества.

Вторым аргументом является то, что большая часть фундаментальной информации «нечеткая» и «размытая», что часто означает зависимость ее интерпретации от личного мнения человека, анализирующего эту информацию. Хотя талантливые личности и преуспели на этом поприще, среднему человеку не стоит тратить время на анализ такого типа.

Еще один аргумент не в пользу фундаментального анализа состоит в том, что если рынок «недооценил» акцию сейчас, то вполне возможно, что он не сделает этого и в будущем, а в результате затраты не окупятся, т. е. отсутствуют гарантии того, что рынок подтвердит фундаментальные оценки аналитиков.



Контрольные вопросы по главе 5

- 1) Перечислите методы анализа финансовых и товарных рынков.
- 2) В каких случаях инвесторам целесообразно использовать фундаментальный анализ?
- 3) Какие четыре группы факторов, влияющих на рынок, выделяет фундаментальный анализ? Охарактеризуйте их.
- 4) Какие индикаторы используются для исследования прошлой, текущей или будущей экономической ситуации в стране или отдельной компании?
- 5) Как при фундаментальном анализе применяется модель случайных (колеблющихся) гипотез?
- 6) Как при фундаментальном анализе применяются поведенческие финансы?
- 7) Какой из предложенных в данной главе метод формирования портфеля наиболее предпочтителен для инвестора?
- 8) Что такое корпоративный анализ?
- 9) Назовите достоинства и недостатки фундаментального анализа.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Знание фундаментального анализа является необходимым условием при работе с инструментами финансовых рынков. Макроэкономические закономерности оказывают существенное влияние на курсы валют и далее на курсы ценных бумаг и других активов. Применение подходов фундаментального анализа позволяет оценивать перспективность инвестиций в те или иные источники капитала.

В то же время фундаментальный анализ не является единственным методом анализа финансовых рынков, поскольку имеет ряд недостатков. В связи с чем необходимо использовать также и технический анализ для подтверждения или опровержения фундаментальных показателей.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Иванов В. М. Финансовый рынок: конспект лекций // Межрегиональная академия управления персоналом. — Киев, 2001. — 105 с.
- [2] Рынок ценных бумаг (фундаментальный анализ) : учеб. пособие / Б. А. Карташов [и др.]. — Волгоград : ВолгГТУ, 2006. — 180 с.
- [3] Корнелиус Лука. Торговля на мировых валютных рынках / Лука Корнелиус. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. — 720 с.
- [4] Максимова В. Ф. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты : учеб.-метод. комплекс / В. Ф. Максимова, К. В. Максимов, А. А. Вершинина. — М. : Евразийский открытый институт, 2009. — 175 с.
- [5] Суэтин А. А. Международные валютно-финансовые отношения / А. А. Суэтин. — М. : Кнорус, 2006. — 438 с.
- [6] Введение в макроэкономику : учеб. пособие для вузов / М. Е. Дорошенко [и др.] ; под ред. М. Е. Дорошенко. — М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. — 175 с.
- [7] Колесов В. П. Международная экономика : учебник / В. П. Колесов, М. В. Кулаков. — М. : ИНФРА-М, 2004. — 474 с.
- [8] Курс экономической теории / под ред. М. Н. Чепурина, Е. А. Киселевой. — Киров : АСА, 1995. — 624 с.
- [9] Михайлушкин А. И. Международная экономика / А. И. Михайлушкин, П. Д. Шимко. — М. : Высшая школа, 2002. — 272 с.
- [10] Мэнкью Н. Г. Принципы макроэкономики / Н. Г. Мэнкью. — СПб. : Питер, 2003. — 576 с.
- [11] Моисеев Д. Л. Фундаментальный анализ валютных рынков / Д. Л. Моисеев. — М. : Международная академия инвестиций и трейдинга, 2011–2012. — 48 с.

- [12] Колмыкова Л. И. Фундаментальный анализ финансовых рынков / Л. И. Колмыкова. — СПб. : Питер, 2007. — 288 с.
- [13] Лиховидов В. Фундаментальный анализ мировых валютных рынков / В. Лиховидов. — 94 с.
- [14] Хамидуллин А. Р. Изучаем фундаментальный анализ // Forex Magazine. — 2004. — Июль--Ноябрь. — №27–34, 36–38, 40, 41, 45.
- [15] Информационно-аналитический портал о жизни денег. — URL : <http://forekc.ru/Fun/>
- [16] <http://forexclub.ru>

Статистические данные:

- 1) <http://bankofcanada.ca/en/> — по Канаде.
- 2) <http://search.treasury.gov.uk> — по Великобритании.
- 3) <http://www.rba.gov.au/Statistics/> — по Австралии.
- 4) <http://www.rbnz.govt.nz/statistics/> — по Новой Зеландии.
- 5) <http://www.research.stlouisfed.org> — по США.
- 6) <http://sdw.ecb.europa.eu/> — по Еврозоне.
- 7) <http://www.stat.go.jp/english/> — по Японии.

ГЛОССАРИЙ

Auto and Truck Sales — Продажи грузовых и легковых автомобилей. Индикатор является ежемесячным показателем продаж грузовых и легковых автомобилей, произведенных на территории США. Считается весьма важным индикатором потребительского спроса, так как охватывает приблизительно 25% от объема всех розничных продаж.

Average hourly earnings — Средняя почасовая заработная плата. Выражается в виде абсолютного значения и в виде индекса по отношению к предыдущему периоду рассмотрения. Является индикатором потенциальной инфляции, связанной с ростом стоимости рабочей силы.

Carry trade (кеппи трейд) — одна из самых популярных торговых стратегий на рынке валют. Чисто механически, сделка carry trade представляет собой не что иное, как покупку высокодоходной валюты и продажу низкодоходной.

Export prices — Цены на экспорт — индекс отражает изменение цен на экспорт за месяц.

Factory orders — Производственные заказы. — Производственные заказы включают в себя заказы на товары длительного (более 50% всех заказов) и кратковременного пользования. К товарам кратковременного пользования относятся продукты питания, одежда, товары легкой промышленности и товары, рассчитанные на эксплуатацию с товарами длительного пользования. К товарам длительного пользования относятся товары со сроком службы более трех лет. К ним относятся: автомобили, мебель и др.

Help-wanted index — индекс количества требуемых работников характеризует объем опубликованных объявлений в газетах о найме рабочих и служащих. 1987 год был положен за базисный, тогда его значение равнялось «100».

Import prices — Цены на импорт. — Индекс отражает изменение цен на импорт за месяц.

Jobless claims (Initial claims) — Заявки на пособие по безработице. Показывает недельное изменение количества заявок на получение пособий по безработице.

Nonfarm Payrolls (NFP или NFPR) — платежные ведомости, согласно которым работникам несельскохозяйственного сектора выдается заработная плата. Payrolls —

показатели, рассчитываемые организацией Бюро Трудовой Статистики, предоставляемые ежемесячно в отчете Национальной текущей статистики занятости и отражающие динамику занятости в экономике США.

Oil & Gas inventories — запасы нефти и газа. — Отчет о запасах нефти и газа в США входит в еженедельный статистический доклад API — American Petroleum Institute (Американский институт нефти) о размерах спроса и предложения в нефтяном секторе промышленности страны. Статистика по этому индикатору ведется с 1920 года.

Personal income — Личные доходы. — Индекс включает в себя заработную плату рабочих и служащих, доход от ренты, дивиденды, доход от банковских процентов, выплаты по социальному страхованию и др.

Personal spending (consumption) — Личные расходы. — Индекс отражает изменение расходования средств для удовлетворения личных потребностей. Оказывает ограниченное влияние на рынок.

Producer input prices (PPI input) — Промышленные цены «на входе». — Определяется как изменение уровня цен на комплектующие и полуфабрикаты в промышленности (рост цен «на входе» может не отразиться на индексе инфляции, так как возможно снижение издержек в процессе производства).

Producer output prices (PPI output) — Промышленные цены «на выходе». — Определяется как изменение уровня отпускных цен на товары в промышленности. Сильный индикатор инфляции.

Productivity — Производительность труда. — Индекс показывает изменение объема выпущенной продукции, приходящегося на одного работника.

Real earnings (Real average weekly earnings) — Средняя заработная плата за неделю. — Индекс рассчитывается с учетом инфляции (очищен от влияния инфляции). Для исключения влияния инфляции расчет производится по отношению к базовому году, за который принят 1982 год.

Retail price index (RPI) — Индекс розничных цен. Определяет изменение уровня цен на «корзину» товаров потребления.

Unit labour cost — Стоимость единицы выпущенной продукции. — Индекс характеризует затраты, связанные с производством единицы продукции. Он является важным показателем, характеризующим эффективность развития экономики страны. Оказывает значительное влияние на рынок. Он служит хорошим индикатором развития инфляционных процессов, связанных с ростом заработной платы.

Wholesale inventories — Товарные запасы на складах оптовой торговли. — Индекс характеризует отношения между оптовиками и розничной торговлей. Оказывает ограниченное влияние на рынок, однако дает представление о тенденциях в этих секторах экономики, которые могут проецироваться на экономику в целом. «Затоваривание» складов может указывать на наличие застойных явлений в экономике.

Акцепт (acceptance) — письменное согласие на выполнение обязательств по векселю.

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее держателя (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Безработные — трудоспособное население, которое не работает, но ищет работу.

Валовой внутренний продукт (ВВП) — текущая рыночная стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных в экономике страны за определенный промежуток времени (обычно за год) всеми факторами производства в границах национальной территории.

Валовой национальный продукт (ВНП) — текущая рыночная стоимость всех конечных товаров и услуг, созданных факторами производства, находящимися в собственности граждан данной страны, в том числе на территории других государств.

Валовые внутренние покупки (Gross domestic purchase) — учитывают все товары, которые купили жители США, вне зависимости от того, где были произведены это товары. Эта цифра получается путем вычитания нетто-экспорта из ВВП.

Варрант — ценная бумага, дающая ее владельцу право приобрести в течение установленного периода времени определенное число обыкновенных акций по заранее фиксированной цене.

Вексель — ценная бумага, представляющая собой обязательство одной стороны заплатить некоторую сумму денег другой стороне по достижении определённой даты в будущем.

Вторичные ценные бумаги — ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг; это ценные бумаги на сами ценные бумаги: варранты на ценные бумаги, депозитарные расписки и др.

Выбывшие из состава рабочей силы — трудоспособное население, не имеющее работы и активно ее не ищущее (например, студенты, домохозяйки, а также те, кто отчаялся найти работу и прекратил ее поиски).

Государственные ценные бумаги — обычно различного вида облигации. Негосударственные ценные бумаги — ценные бумаги, которые выпускаются в обращение корпорациями (компаниями, банками, организациями) и даже частными лицами.

Государственный бюджет — совокупность доходов и расходов правительства за определенный период времени (обычно за так называемый бюджетный год, который по длительности равен календарному, но не всегда совпадает с ним).

Девальвация валюты — понижение валютного курса по отношению к другим валютам.

Деловая активность (Activity ratios) — показатели оборачиваемости активов (assets turnover) и оборачиваемости собственного капитала (equity turnover), характеризуют уровень деловой активности предприятия и рассчитываются как отношение годовой выручки от реализации продукции (работ, услуг) к среднегодовой стоимости соответственно активов и собственного капитала.

Денежная база — общий запас наличных денег (банкнот и монет) в экономике. Также называется запасом денег повышенной мощности.

Денежная масса — совокупность всех денежных средств, находящихся в хозяйстве в наличной и безналичной формах, обеспечивающих обращение товаров и услуг в народном хозяйстве.

Денежные агрегаты — различные показатели объема денежной массы, используемые центральным банком страны.

Денежный рынок — рынок краткосрочных банковских кредитов. На этом рынке банки и финансовые организации могут обеспечить себя денежными средствами на короткий срок (до 1 года) для проведения каких-либо краткосрочных финансовых операций.

Дивиденды на акцию (Dividends per ordinary share) — показывают сумму дивидендов, распределяемых на каждую обыкновенную акцию.

Дискреционная фискальная политика — проводимое по решению правительства изменение доходов и расходов государственного бюджета с целью достижения макроэкономического равновесия на уровне полной занятости при отсутствии инфляции.

Долговое финансирование — заем денег у населения путем выпуска облигаций государственного займа.

Долгосрочные обязательства к активам (Long-term debt to total assets) — показывают, какая доля активов предприятия финансируется за счет долгосрочных займов.

Долгосрочные обязательства к внеоборотным активам (Long-term debt to fixed assets) — демонстрируют, какая доля основных средств финансируется за счет долгосрочных займов.

Еврооблигации — облигации, которые одновременно размещаются на рынках нескольких европейских стран.

Еженедельный обзор розничных продаж Redbook («Рэдбук» — красная книга) — представляет собой результаты исследования объемов розничных продаж крупных супермаркетов.

Завершенные строительства (Housing Completions) — показывает, какое количество домов в самом ближайшем будущем выставится на продажу.

Заказы на товары длительного пользования (Durable Goods Orders) — показатель охватывает статистику производственных заказов на товары длительного пользования сроком жизни более 3 лет (автомобили, мебель, холодильники, ювелирные изделия и т. д.). Заказы по отраслям делятся на 4 основные категории: металлообработка (primary metals), машиностроение, электрическое оборудование и транспорт.

Занятые — население, которое имеет работу или работает неполный рабочий день.

Импорт — товары и услуги иностранных компаний, реализуемые на внутреннем рынке страны.

Инвестиционные (капитальные) ценные бумаги — это ценные бумаги, являющиеся объектом для вложения капитала (акции, облигации, фьючерсные контракты и др.).

Инвестиционные банки (investment bankers) — фирмы, которые специализируются на продаже новых выпусков ценных бумаг, обычно путем их подписки (андеррайтинга).

Инвестиционные компании (investment companies) — компании, управляющие объединенными средствами инвесторов которые объединяют деньги множества инвесторов в общий фонд (пул) и управляют им, также используют эффект роста масштаба бизнеса.

Индекс потребительских цен (Consumer Price Index, CPI) — основной показатель инфляции, он измеряет изменение цен товаров и услуг, входящих в фиксированную потребительскую корзину, охватывающую товары и услуги постоянного спроса (продукты питания, одежда, топливо, транспорт, медицинское обслуживание и т. д.).

Индекс цен производителей (Producer Price Index, PPI) — индекс с фиксированным набором весов, отслеживающий изменения в ценах, по которым продают свои товары национальные производители на оптовом уровне реализации.

Иностранная облигация — облигация, выпущенная зарубежной компанией на рынке другой страны в валюте этой страны.

Комбинированная фискальная политика — дискреционная фискальная политика, представляющая собой применение обоих инструментов одновременно. Проведение такой фискальной политики может привести к образованию несбалансированности (ненулевому сальдо) государственного бюджета.

Коэффициент абсолютной ликвидности (Cash ratio) — показывает, какая доля долговых обязательств может быть покрыта за счет денежных средств и их эквивалентов в виде высоколиквидных активов предприятия (ценные бумаги, депозиты и т. д.).

Коэффициент выплаты (Payout ratio) — процент чистой прибыли компании, идущий на выплату дивидендов.

Коэффициент оборачиваемости активов (total assets turnover) — характеризует эффективность использования компанией всех имеющихся в распоряжении ресурсов, независимо от источников их привлечения. Данный коэффициент показывает, сколько раз за год совершается полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий эффект в виде прибыли.

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (Average collection period) — показывает среднее число дней, требуемое для взыскания задолженности.

Коэффициент оборачиваемости запасов (Stock turnover) — отражает скорость реализации запасов.

Коэффициент оборачиваемости рабочего капитала (Net working capital turnover) — показывает, насколько эффективно компания использует инвестиции в оборотный капитал и как это влияет на рост продаж.

Коэффициент покрытия процентов (Times interest earned) — характеризует степень защищенности кредиторов от невыплаты процентов за предоставленный кредит и демонстрирует: сколько раз в течение отчетного периода компания заработала средства для выплаты процентов по займам.

Коэффициент рентабельности активов предприятия (Return on assets) — позволяет определить эффективность использования активов предприятия. Коэффициент рентабельности активов показывает, сколько денежных единиц чистой прибыли заработала каждая единица активов.

Коэффициент рентабельности внеоборотных активов (Return on fixed assets) — демонстрирует способность предприятия обеспечивать достаточный объем прибыли по отношению к основным средствам компании.

Коэффициент рентабельности инвестиций (Return on investment) — показывает, сколько денежных единиц потребовалось предприятию для получения одной денежной единицы прибыли.

Коэффициент рентабельности оборотных активов (Return on current assets) — демонстрирует возможности предприятия в обеспечении достаточного объема прибыли по отношению к используемым оборотным средствам компании.

Коэффициент рентабельности продаж (Return on sales) — демонстрирует долю чистой прибыли в объеме продаж предприятия.

Коэффициент рентабельности собственного капитала (ROE) — позволяет определить эффективность использования капитала, инвестированного собственниками предприятия.

Коэффициент срочной ликвидности (Quick ratio) — отношение наиболее ликвидной части оборотных средств (денежные средства, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения) к краткосрочным обязательствам.

Коэффициент текущей ликвидности (Current Ratio) — рассчитывается как частное от деления оборотных активов на краткосрочные обязательства и показывает, достаточно ли у предприятия средств, которые могут быть использованы для погашения краткосрочных обязательств.

Коэффициент финансовой независимости (Equity to Total Assets) — характеризует зависимость фирмы от внешних займов. Чем ниже значение коэффициента, тем больше займов у компании, тем выше риск неплатежеспособности.

Кредитный рынок — механизм, с помощью которого устанавливаются взаимоотношения покупателей и продавцов финансовых средств (сбережений), предоставляющих их на определенных условиях.

Ликвидационная стоимость — показывает величину денежных средств в расчете на одну акцию, которую получит владелец привилегированных акций в случае ликвидации компании.

Ликвидность — относительная легкость и быстрота, с которой финансовый актив выполняет функцию платежного средства.

Ликвидность рынка — это возможность успешной и обширной торговли, способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время, при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на реализацию.

Макроэкономический анализ — анализ общего экономического состояния как результата экономических, политических, сезонных и целого ряда случайных факторов.

Межбанковский рынок — представляет собой совокупность операций между банковскими учреждениями по предоставлению взаимных краткосрочных необеспеченных ссуд на сумму до 1 млн долларов США.

Международный валютный рынок — представляет собой систему экономических отношений по поводу купли-продажи иностранной валюты, согласованию интересов покупателей и продавцов валюты, установлению валютного курса под воздействием спроса и предложения.

Наличные деньги — законное платежное средство; в современной экономике имеют форму бумажных денег и монет, выпускаемых центральным банком страны.

Наличные деньги в обращении (Cur) — общая сумма наличных денег, которую население хранит вне банковской системы. Также называются кассовыми (или денежными) остатками.

Национальное богатство — запас вещественных благ и стоимость земли. Оно состоит из зданий, сооружений, оборудования и запасов (товарно-материальных запасов фирм и запасов потребительских товаров длительного пользования у домашних хозяйств).

Начатые строительства (Housing Starts) — индикатор «Начатые строительства (Housing Starts)» показывает количество новых домов, строительство которых уже началось.

Недискреционная фискальная политика (система встроенных стабилизаторов) — фискальное законодательство, сформулированное таким образом, чтобы автоматически смягчать колебания совокупного выпуска и занятости.

Неинвестиционные ценные бумаги — ценные бумаги, которые обслуживают денежные расчеты на товарных или других рынках (векселя, чеки, коносаменты).

Нетрудоспособное население — население нетрудоспособного возраста (дети и пенсионеры), а также инвалиды и лица, длительно находящиеся в институциональных учреждениях (тюрьмах, исправительных колониях, психиатрических больницах и т. п.).

Номинальный валютный курс — цена одной валюты, измеренная в единице другой валюты.

Облигация — долговая эмиссионная ценная бумага, отражающая отношения займа между инвестором и эмитентом.

Объем промышленного производства (Industrial Production, IP) — измеряет выпуск производственных предприятий промышленности, добывающих отраслей и энергоснабжения.

Объемы розничной торговли (Retail Sales, RS) — один из показателей потребительских расходов; поэтому в качестве индикатора потребительского спроса и уверенности потребителя, он может служить ориентиром для валютного рынка в поворотных точках экономического цикла.

Окончательный итог продаж внутреннего продукта (Final Sales of domestic product) — показатель долларового эквивалента товаров, произведенных в США за определенный период, которые проданы, а не добавлены в оборотные фонды.

Окончательный итог продаж внутренним потребителям (Final sales to domestic purchases) — уровень валовых внутренних покупок за вычетом изменений в частных оборотных фондах. Он отражает желание личных хозяйств и предприятий тратить вне зависимости от того, где были произведены товары или услуги.

Опцион — это право на продажу или покупку ценной бумаги в определённый срок по фиксированной цене в обмен на премию.

Открытая инфляция — процесс обесценения денег, проявляющийся через устойчивую и длительную тенденцию к повышению общего уровня цен, причем отдельные цены поднимаются неравномерно и на некоторые товары могут даже опускаться.

Первичные ценные бумаги — основаны на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги (акции, облигации, векселя, закладные и др.).

Переводной вексель (тратта) (bill of exchange) — поручение (приказ) кредитора (векселедателя), обязывающее должника (трассата) оплатить обозначенную в векселе сумму в указанный срок третьему лицу (ремитенту).

Платежный баланс — соотношение между общей суммой платежей иностранным государствам и общей суммой поступлений от иностранных государств в течение определенного периода.

Полученные разрешения на жилищное строительство (Building Permits) — индикатор показывает количество разрешений на строительство новых домов. Оказывает ограниченное влияние на рынок. Рост его значения оказывает положительное влияние на курс национальной валюты.

Потребительский кредит (Consumer Credit) — один из индикаторов потребительского спроса, он отражает объем использования населения системы кредита через кредитные карточки, личное заимствование и покупки в рассрочку. Является индикатором потребительского спроса. Большое значение этого индикатора свидетельствует о том, что потребители не боятся «залезать в долги» для удовлетворения своих материальных потребностей.

Прибыль на акцию (EPS) — показывает долю чистой прибыли в денежных единицах, приходящуюся на одну обыкновенную акцию.

Производная ценная бумага — бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива (эту ценную бумагу можно представить как ценную бумагу на какой-либо ценовой актив: на цены товаров (обычно биржевых: зерна, мяса, нефти, золота и т. п.); на цены основных ценных бумаг (обычно на индексы акций, на облигации); на цены кредитного рынка (процентные ставки); на цены валютного рынка (валютные курсы) и т. п.

Простой вексель (соло-вексель) — безусловное долговое обязательство должника (векселедателя) уплатить кредитору (векселедержателю) определенную сумму денежных средств в определенном месте и в установленные сроки или по приказу кредитора перечислить средства третьему лицу.

Процентный дифференциал (Interest Rate Differential) — разность процентных ставок, действующих по двум валютам.

Процентный дифференциал (Interest Rate Differential) — разность процентных ставок, действующих по двум валютам — это главный фактор, непосредственно определяющий относительную привлекательность пары валют, а следовательно, и возможный спрос на каждую из них.

Рабочая сила — совокупность занятых и безработных.

Рациональные ожидания — способ прогнозирования будущей экономической конъюнктуры, при котором экономические субъекты строят свои прогнозы, основываясь на всей доступной им информации.

Реальный валютный курс — валютный курс, рассчитанный с учетом изменения уровня цен в обеих странах.

Ревальвация валюты — повышение курса валюты по отношению к другим валютам.

Резервы (Res) — наличные деньги, хранящиеся внутри банковской системы.

Рентабельность продаж по маржинальному доходу (Gross Profit Margin) — показывает, отношение маржинального дохода предприятия к выручке от реализации.

Рынок драгоценных металлов — сфера экономических отношений между участниками сделок с драгоценными металлами, драгоценными камнями, котируемыми в золоте. К последним относятся золотые сертификаты, облигации, фьючерсы.

Рынок ценных бумаг — часть финансового рынка, на котором происходит обращение, купля-продажа ценных бумаг. Он охватывает операции по выпуску и обращению инструментов займа (облигаций, сертификатов, векселей), инструментов собственности (акций), а также их гибридов, которые имеют признаки как облигаций, так и акций, и производных (дериватов).

Рыночная (курсовая) цена — это цена, по которой акция продается и покупается на вторичном рынке.

Сальдо государственного бюджета — разница между суммой доходов и суммой расходов правительства.

Скрытая инфляция — процесс обесценения денег, не сопровождающийся повышением общего уровня цен (например, если они фиксированы государством) и потому имеющий другие проявления, например возникновение дефицитов.

Средняя почасовая заработная плата — выражается в виде абсолютного значения в виде индекса по отношению к предыдущему периоду рассмотрения. Является индикатором потенциальной инфляции, связанной с ростом стоимости рабочей силы.

Средняя рабочая неделя — показывает среднюю продолжительность рабочей недели в течение месяца. На рынок практически не влияет. Используется для долгосрочного анализа состояния занятости в стране.

Ставка рефинансирования — та ставка процента, под которую центральный банк выдает кредиты коммерческим банкам. Ставка рефинансирования — российский термин. В США она называется учетной ставкой, в Великобритании — банковской ставкой.

Страховой рынок, представляющий в общем смысле систему экономических отношений, возникающих при купле-продаже специфического товара (страхового

покрытия) в процессе удовлетворения общественных потребностей в страховой защите.

Стрип — ценная бумага, представляющая собой бескупонную облигацию, которая погашается за счёт процентных выплат по пакету государственных облигаций, находящихся в собственности компании, выпустившей стрипы.

Строительные расходы (Construction Expenditures) — индикатор выражается в виде индекса по отношению к предыдущему периоду рассмотрения и в виде абсолютного значения величины затрат.

Суммарные обязательства к суммарным активам (Total debt to total assets) — демонстрирует, какая доля активов предприятия финансируется за счет долгосрочных займов. Чем показатель меньше, тем лучше финансовая устойчивость компании.

Технический анализ — способ анализа рынка ценных бумаг, который основан на следующей гипотезе «рыночные цены учитывают все знания, желания и действия всех участников рынка, отражая их в своей динамике».

Торговый баланс (Merchandise Trade Balance, TB) — разница между суммой экспорта и суммой импорта товаров данной страны.

Трудоспособное население — население трудоспособного возраста, который устанавливается законодательно (в России: для женщин — от 16 до 55 лет, для мужчин — от 16 до 60 лет).

Учетный рынок — рынок, осуществляющий учёт векселей частного и государственного сектора хозяйствования (казначейские векселя), а также иных краткосрочных обязательств (иных коммерческих бумаг).

Финансовые посредники (financial intermediaries) — организации, «соединяющие» финансовые потребности заемщиков и кредиторов посредством размещения у себя средств кредиторов и предоставления их в дальнейшем заемщикам.

Финансовый инструмент — финансовое обязательство (валюта, ценная бумага, денежное обязательство, фьючерс, опцион и т. п.), продажа или передача которого обеспечивает получение денежных средств.

Финансовый рынок — это и место купли-продажи финансовых ресурсов, и совокупность институтов, обеспечивающих их обращение, т. е. совокупность социально-экономических отношений в сфере трансформации бездействующих денежных средств в ссудный капитал через кредитно-финансовые институты на основе спроса и предложения.

Финансы — совокупность экономических отношений, возникающих в процессе формирования, распределения и использования централизованных и децентрализованных фондов денежных средств.

Фискальная (бюджетно-налоговая) политика — разновидность государственной экономической политики, представляющая собой манипулирование государственным бюджетом, его доходами и расходами для достижения макроэкономического равновесия на уровне полной занятости при отсутствии инфляции.

Фондоотдача — коэффициент характеризует эффективность использования предприятием имеющихся в распоряжении основных средств.

Фундаментальный анализ — изучает движение цен под влиянием макроэкономических факторов. Нацелен на прогнозирование изменения цены с точки зрения изучения политико-экономической ситуации в мире и в стране, экономической ситуации и общего состояния в отрасли, в конкретном эмитенте: его доходов, положения на рынке (в основном через показатель объема продаж), активов и пассивов, норм прибыли на собственный капитал и других показателей, характеризующих эффективность деятельности эмитента.

Фьючерс — обязательство на поставку ценной бумаги в определённый срок в будущем.

Цена размещения (эмиссионная цена) — цена, по которой реализуются акции нового выпуска.

Ценная бумага — документ установленной формы и реквизитов, удостоверяющий имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

Чистые активы — представляют собой стоимостную оценку всего имущества предприятия за вычетом обязательств, которые имеет предприятие перед кредиторами.

Чистый оборотный капитал (Net working capital) — разность между оборотными активами предприятия и его краткосрочными обязательствами.

Чистый экспорт — исчисляется как разность между стоимостью экспорта и стоимостью импорта.

Экспорт — товары и услуги, произведенные внутри страны и продаваемые за рубежом.

Эмиссионное финансирование — заем денег у центрального банка.

Учебное издание

Цибульникова Валерия Юрьевна

**ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Учебное пособие

Корректор Осипова Е. А.

Компьютерная верстка Насынова Н. Е.

Подписано в печать 24.04.13. Формат 60x84/8.

Усл. печ. л. 26,51. Тираж 300 экз. Заказ

Издано в ООО «Эль Контент»
634029, г. Томск, ул. Кузнецова д. 11 оф. 17
Отпечатано в Томском государственном университете
систем управления и радиоэлектроники.
634050, г. Томск, пр. Ленина, 40
Тел. (3822) 533018.