

МЕЖДУНАРОДНЫЙ БИЗНЕС: КОНКУРЕНЦИЯ НА ГЛОБАЛЬНОМ РЫНКЕ

Валютный рынок. Часть 2

Глава 3. Глобальная торговая и инвестиционная среда





Прогнозирование валютного курса

Понимание важности предсказания будущих изменений валютного курса порождает вопрос о том, действительно ли разумно вкладывать средства в услуги по прогнозированию курсов с целью облегчения принятия решений. Сторонники концепции эффективного рынка утверждают, что форвардные валютные курсы позволяют из невозможных способов прогнозировать будущие курсы, и, таким образом, инвестирование в услуги по прогнозированию курсов будет пустой тратой денег. Сторонники концепции неэффективного рынка, напротив, доказывают, что компании могут улучшить свои оценки будущих валютных курсов, инвестируя в прогностические услуги. Другими словами, сторонники этой концепции не верят, что форвардные валютные курсы позволяют наилучшим образом предсказать будущие валютные курсы.

Концепция эффективного рынка

Форвардные валютные курсы служат для участников рынка коллективными инструментами предсказания возможных текущих курсов на конкретную дату в будущем. Если форвардные курсы являются наилучшими инструментами предсказания будущих текущих курсов, то компаниям нет никакого смысла тратить дополнительные средства на прогнозирование краткосрочных колебаний курса. Многие экономисты уверены, что валютный рынок способен эффективно устанавливать форвардные курсы. Эффективный рынок — это рынок, на котором цены отражают всю общедоступную информацию. Если форвардные курсы отражают всю имеющуюся информацию о вероятных будущих изменениях валютных курсов, то компания не может переиграть рынок, инвестируя в прогностические услуги.

Если валютный рынок эффективен, то форвардные валютные курсы должны обеспечивать объективное предсказание будущих текущих курсов. Это не значит, что предсказания будут точными в любой конкретной ситуации, а всего лишь означает, что предсказания не будут устойчиво выше или ниже текущих курсов; они будут случайными. Многие эмпирические исследования были посвящены проверке гипотезы эффективного рынка. Хотя большинство ранних работ, подтверждали эту гипотезу, предполагая, что компании не должны тратить деньги на услуги по прогнозированию курсов, некоторые недавние исследования ставили ее под сомнение. Имеются свидетельства того, что форвардные курсы не являются объективными инструментами предсказания будущих текущих курсов и что более точные предсказания будущих текущих курсов могут быть рассчитаны на основе общедоступной информации.

Концепция не эффективного рынка

Учетом имеющихся свидетельств против гипотезы эффективного рынка, некоторые экономисты верят в то, что валютный рынок является неэффективным. Эффективный рынок — это рынок, на котором цены не отражают всю имеющуюся информацию. На неэффективном рынке форвардные валютные курсы не будут наилучшими инструментами предсказания будущих текущих курсов.

Если это так, то международным фирмам действительно стоит инвестировать в услуги по прогнозированию курсов валют. Идея здесь заключается в том, что профессиональные прогнозы могут обеспечить лучшее предсказание будущих текущих валютных курсов, чем это делают форвардные валютные курсы. Однако результаты деятельности профессиональных прогнозистов не впечатляют. Например, никто из них не сумел предсказать валютный кризис 1997 г., разразившийся в Юго-Восточной Азии, или рост стоимости доллара в конце 2008 г. — в тот период, когда США находились в глубоком финансовом кризисе и, по мнению многих, это должно было привести к снижению стоимости доллара, как оказалось, доллар рос потому, что он воспринимался как относительно надежная валюта, в то время когда многие страны переживали экономический спад.



Подходы к прогнозированию

Если концепция не эффективного рынка верна и оценки будущего текущего курса, которые составляют валютный рынок, могут быть улучшены, то на основе чего следует делать прогнозы? Здесь возможны два подхода: один основывается на фундаментальном анализе, а другой – на техническом анализе.

Фундаментальный анализ

Фундаментальный анализ основывается на экономической теории, используемой для построения сложных эконометрических моделей, помогающих предсказывать изменения валютных курсов. В этих моделях обычно содержатся уже обсуждавшиеся нами переменные, такие как относительные темпы роста предложения денег, темпы инфляции и процентные ставки. Кроме того, они могут включать переменные, имеющие отношение к статьям платежного баланса.

Дефицит счета текущих операций платежного баланса, возникающий, когда страна импортирует больше товаров и услуг, чем импортирует, оказывает давление, которое может привести к снижению стоимости денежной единицы страны на валютном рынке. Рассмотрим, что могло бы произойти, если бы США постоянно имели дефицит счета текущих операций платежного баланса. Так как импорт США превосходил их экспорт, то у людей в других странах увеличивалось бы количество имеющихся у них на руках американских долларов. Если бы эти люди захотели и дальше держать у себя эти доллары, то это не повлияло бы на курс американской валюты. Однако если бы держатели долларов конвертировали бы их в другие валюты, то предложение долларов на валютном рынке выросло бы, также, как вырос бы и спрос на другие валюты.

В этих рассуждениях ключевое место отводится тому, захотят ли люди в других странах и дальше иметь на руках доллары. Но это будет зависеть от таких факторов, как процентная ставка в США, доходность других деноминированных в доллар активов, таких как акции американских компаний, и, что самое важное, от темпов инфляции. Например, с 1998 по 2001 г. доллар подорожал по отношению к большинству основных валют, несмотря на рост дефицита платежного баланса США. Относительно высокие процентные ставки в США вкуче с низкой инфляцией и бурным ростом американского фондового рынка, что в целом порождало приток средств зарубежных инвесторов, делали доллар очень привлекательным для иностранцев, и поэтому они не конвертировали его в другие валюты. Напротив, они конвертировали в доллары свои национальные валюты, чтобы инвестировать в финансовые активы США, такие как облигации и акции, потому что верили в возможность хорошо заработать на таких инвестициях. Приток капитала в США, создаваемый иностранцами, желающими покупать американские акции и облигации, помогал доллару оставаться прочным, несмотря на дефицит счета текущих операций. Но что делает такие финансовые активы, как акции и облигации, привлекательными? Ответ на этот вопрос дают уровни процентных ставок и инфляции, которые влияют на базовый экономический рост и на реальную отдачу от владения американскими финансовыми активами. И мы снова приходим к аргументу о том, что основными детерминантами валютного курса являются рост предложения денег, темпы инфляции и уровень процентной ставки.

Технический анализ

Технический анализ предусматривает использование данных о ценах и объемах сделок для определения прошлых тенденций, которые, как ожидается, сохранятся и в будущем. Такой подход не предполагает рассмотрения фундаментальных экономических переменных. Технический анализ основывается на представлении о том, что существуют поддающиеся анализу рыночные тенденции и волны и что прошлые тенденции и волны могут использоваться



для предсказания будущих. Так – как не существует никаких теоретических обоснований для такого предположения о предсказуемости будущих тенденций, то многие экономисты сравнивают технический анализ с гаданием на кофейной гуще. Но, несмотря на этот скептицизм, технический анализ приобрел в последние годы много сторонников.

Конвертируемость валюты

До этого момента мы предполагали, что валюта каждой страны может свободно конвертироваться в валюты других стран. Но по причине государственных ограничений, многие валюты не могут свободно конвертироваться в другие валюты. Валюта страны называется свободно конвертируемой, когда правительство страны разрешает резидентам и нерезидентам покупать на нее неограниченное количество иностранной валюты. Валюта называется внешне конвертируемой, когда ее могут без ограничений конвертировать в иностранную валюту только нерезиденты. Валюта считается неконвертируемой, когда ее не разрешается конвертировать в иностранную валюту ни резидентам, ни нерезидентам.

Свободная конвертируемость не является универсальной. Многие страны тем или иным образом ограничивают возможности своих резидентов конвертировать отечественную валюту в иностранную. Ограничения могут быть как относительно слабыми, так и достаточно серьезными, например, на возможности отечественных фирм вывозить иностранную валюту из страны. Ограничения внешней конвертируемости могут позволить отечественным компаниям делать зарубежные инвестиции в необходимых объемах, но создают немало проблем для зарубежных компаний, желающих вести бизнес в этой стране. Например, если бы японское правительство жестко контролировало возможности своих резидентов конвертировать иены в доллары США, все американские фирмы, имеющие депозиты в японских банках, могли бы в любой момент конвертировать все свои иены в доллары и вывезти их из страны. Таким образом, американская компания, имеющая дочернюю фирму в Японии, всегда уверена в том, что она сможет конвертировать свою прибыль от операций в Японии в доллары и перевести эти доллары в любую страну мира.

Однако серьезные проблемы возникают при проведении политики неконвертируемости валюты. Так было в бывшем Советском Союзе, и эта практика сохранялась в России в первые годы после распада СССР. В наиболее жестком варианте не конвертируемость означает, что, хотя американская компания, ведущая бизнес в стране, подобной России в начале 1990-х гг., может извлекать значительную прибыль в рублях, она не может конвертировать эти рубли в доллары и вывезти эти доллары из страны. Очевидно, что это крайне нежелательно для любой международной фирмы.

Государство ограничивает конвертирование для сохранения своих валютных резервов. Стране необходимо иметь адекватное количество этих резервов для обслуживания своих внешних долгов и для закупки импорта. Правительства обычно вводят ограничения на конвертируемость своих валют, когда они опасаются, что свободное конвертирование приведет к истощению валютных резервов. Такое истощение происходит, когда резиденты и нерезиденты начинают активно конвертировать имеющуюся у них местную валюту в иностранную. Этот феномен получил название бегства капитала. Чаще всего бегство капитала происходит тогда, когда стоимость национальной валюты начинает быстро снижаться из-за гиперинфляции или, когда экономические перспективы страны в других аспектах вызывают опасения. В таких условиях и резиденты, и нерезиденты начинают верить, что имеющиеся у них средства с наибольшей вероятностью сохранят свою ценность, если будут конвертированы в иностранную валюту или за рубеж. Но сокращение валютных резервов не только ограничивает возможности страны выполнять свои международные обязательства и закупать импорт, оно приводит также к снижению курса национальной валюты, потому что резиденты и нерезиденты начинают направлять свои средства в местной валюте на валютные рынки, повышая таким образом предложение отечественной валюты. Правительства опасаются, что рост цен на импорт, вследствие обесценивания валюты, будет способствовать дальнейшему росту инфляции. Эти опасения становятся еще одной причиной ограничения конвертируемости.



Компании могут справиться с проблемой неконвертируемости с помощью встречной, то есть компенсационной торговли. Под встречной торговлей понимаются различные соглашения, напоминающие бартерные, посредством которых одни товары и услуги могут продаваться в обмен на другие товары и услуги. Встречная торговля имеет смысл, когда валюта страны оказывается неконвертируемой, в качестве примера, рассмотрим сделку General Electric с правительством Румынии – страной, валюта которой была на тот момент неконвертируемой. Когда компания выиграла контракт стоимостью в \$150 млн, на поставку в страну электрогенераторов, согласилась получить от Румынии оплату в виде румынских товаров, которые могли быть реализованы на международном рынке за \$150 млн. Подобным образом Венесуэльское правительство заключило контракт с Caterpillar, по которому Венесуэла продала этой компании 350 000 т железной руды, в обмен на поставки тяжелой строительной техники. Затем, Caterpillar продал руду из Румынии, в обмен на местную сельхозпродукцию, которая позднее была реализована на международных рынках за доллары. В 2003 г. сходное соглашение о встречной торговле, было заключено между Индонезией и Ливией. По этому соглашению, Ливия обязалась закупить на \$540 млн различных индонезийских товаров, включая текстиль, чай, кофе, электронику, изделия из пластмасса и автомобильные запчасти, в обмен на ежедневную поставку в Индонезию 50 000 баррелей сырой нефти.

Международные фирмы понимали влияние валютных курсов на прибыльность торговли и инвестиций. Неблагоприятные изменения валютных курсов могут сделать очевидно прибыльные сделки неприбыльными. Риск, для международных сделок, создаваемый изменением валютных курсов, называется валютным риском. Валютный риск обычно подразделяется на три основные категории: транзакционный, трансляционный и экономический риск.

Транзакционный риск

Транзакционный риск – это степень подверженности дохода от отдельных транзакций колебаниям валютных курсов. Сюда относятся риски, связанные с выполнением обязательств по покупке или продаже товаров, или услуг по заранее согласованным ценам, и риски, связанные с получением или предоставлением кредитов в иностранных валютах.

Трансляционный риск

Трансляционный риск – это влияние изменения валютного курса на данные опубликованных ранее финансовых отчетов компании. Трансляционный риск ассоциируется с сегодняшним измерением прошлых событий. Такие расчетные бухгалтерские прибыли или убытки называют несостоявшимися – так как они существуют только на бумаге, – но тем не менее имеют большое значение. Рассмотрим американскую фирму, имеющую филиал в Мексике. Если стоимость мексиканского песо резко снизится, по отношению к доллару США, это приведет к значительному снижению стоимости собственного капитала мексиканского филиала. Далее произойдет снижение общей долларовой стоимости собственного капитала фирмы, приводимой в ее консолидированном балансовом отчете. Это вызовет увеличение относительной доли заемного капитала фирмы, что может повысить стоимость заимствования денег для фирмы и потенциально ограничить ее доступ на рынок капитала. Подобным образом, если американская фирма имеет филиал в ЕС и если стоимость евро по отношению к доллару быстро снижается на протяжении года, то это приведет к снижению долларовой стоимости деноминированной в евро прибыли европейского филиала, что породит отрицательный трансляционный риск. Действительно, многие американские фирмы подверглись воздействию значительного негативного трансляционного риска в Европе в 2000 г. именно потому, что евро быстро подешевел по отношению к доллару. В 2002-2007 гг., напротив, происходил рост стоимости евро к доллару. Этот позитивный трансляционный риск привел к повышению долларовых прибылей американских ТНК, работающих в Европе.



Экономический риск

Экономический риск определяется той степенью, в которой изменение валютных курсов влияет на будущую способность фирмы получать доходы за рубежом. Экономический риск имеет отношение к долгосрочному влиянию изменений валютного курса на будущие цены, продажи и издержки. Он отличается от транзакционного риска, который отражает влияние изменений валютных курсов на отдельные транзакции, большая часть из которых представляет собой краткосрочные сделки, осуществляемые в течение нескольких недель или месяцев. Рассмотрим влияние значительных колебаний стоимости доллара на международную конкурентоспособность фирм США. Быстрый рост стоимости доллара на валютном рынке в 1990-х гг. ослабил способность многих американских фирм конкурировать на мировых рынках на основе цены. Американские производители, активно работавшие на экспорт, такие как Caterpillar, столкнулись с падением объемов экспорта и сокращением доли на мировом рынке. Обратный феномен наблюдался в 2000 – 2007 гг., когда доллар подешевел относительно многих ведущих валют. Снижение стоимости доллара помогло повысить ценовую конкурентоспособность на мировых рынках многих американских производителей.

Снижение трансляционного и транзакционного рисков

Известно несколько тактик, способных помочь фирмам минимизировать их транзакционный и трансляционный риски. Эти тактики защищают от неблагоприятных изменений валютных курсов. Мы уже подробно обсуждали две из этих тактик: заключение форвардных валютных контрактов и покупка свопов. Помимо форвардной покупки валюты и покупки свопов, фирмы могут минимизировать риск неблагоприятного изменения валютного курса, посредством ускорения или замедления платежей, и получения дебиторской задолженности — то есть, оплаты поставщикам и взимания денег с покупателей раньше или позже, в зависимости от ожидаемых изменений валютных курсов. Стратегия опережения предполагает попытку раннего взимания дебиторской задолженности в иностранной валюте, когда прогнозируется, что иностранная валюта будет дешеветь, и раннего расчета с поставщиками за поставленные товары, когда прогнозируется, что иностранная валюта будет дорожать. Стратегия задержки предполагает откладывание взимания валютной дебиторской задолженности, если ожидается, что валюта будет дорожать, и затягивание расчетов с поставщиками, если ожидается, что валюта будет дешеветь. Эти две стратегии предполагают ускорение платежей из страны со слабой валютой, в страну, с сильной валютой, и, задержку поступления средств, из страны с сильной валютой, в страну со слабой валютой.

Однако реализация стратегий опережения и задержки является непростым делом. Фирме нужно занимать позицию, позволяющую осуществлять определенный контроль за сроками платежей. Но не всегда у фирм есть возможность диктовать свои условия, особенно если им приходится иметь дело с важными покупателями, которые сами в состоянии навязать свои условия расчетов. К тому же, поскольку стратегии опережения и задержки могут оказывать давление на слабую валюту, многие правительства ограничивают их применение. Например, в некоторых странах установлен предельный срок в 180 дней на получение платежей за экспорт или на перечисление платежей за импорт.

Снижение экономического риска

Снижение экономического риска требует стратегических решений, лежащих вне области финансового менеджмента. Ключом к снижению экономического риска является расщепление производственных активов фирмы по разным странам для того, чтобы долгосрочное финансовое благополучие фирмы не страдало от неблагоприятных изменений валютных курсов. Эту стратегию используют и крупные, и небольшие фирмы. Например,



опасаясь, что евро и дальше будет укрепляться по отношению к доллару США, некоторые европейские фирмы, имеющие серьезный бизнес в США, создали местные производства на американском рынке, чтобы рост евро не поставил их в невыгодное положение по сравнению с местными конкурентами.

Выводы

Теория ППС применительно к изменениям валютных курсов дает относительно точные предсказания долгосрочных, но не краткосрочных тендеров поведения курсов валют. Неспособность теории ППС предсказывать изменения валютных курсов более точно может быть обусловлена затратами на транспортировку, ограничениями торговли и инвестиций и влиянием психологических факторов, таких как эффект группового давления на поведение рынка и на краткосрочные валютные курсы.

Процентные ставки отражают ожидания в отношении темпов инфляции. В странах, где ожидается высокая инфляция, процентные ставки также будут высокими.

В соответствии с международным эффектом Фишера, в любых двух странах, текущие валютные курсы должны изменяться в равных количествах, но в направлении, противоположном разности их номинальных процентных ставок.

Наиболее распространенный подход к прогнозированию валютных курсов основан на фундаментальном анализе. Для предсказания будущих изменений валютных курсов этот анализ требует рассмотрения таких переменных, как рост предложения денег, темпы инфляции, номинальные процентные ставки и состояние счетов платежного баланса.

Во многих странах государственная политика ограничивает возможность резидентов и нерезидентов конвертировать местную валюту в иностранную. Государство ограничивает возможность конвертирования национальной валюты, с целью защиты валютных резервов страны, и предотвращения бегства капитала.

Международные фирмы испытывают проблемы, когда правительство зарубежной страны проводит политику неконвертируемости валюты, запрещающую резидентам и нерезидентам обменивать местную валюту на иностранную. Не конвертируемость валюты затрудняет международную торговую и инвестиционную деятельность в зарубежной стране. Один из способов преодоления проблемы неконвертируемости состоит в использовании встречной. То есть компенсационной торговли, а именно торговли товарами и услугами, в обмен на получение других товаров и услуг.

Существует три разновидности валютного риска: транзакционный риск, трансляционный риск и экономический риск.

Для снижения подверженности фирмы экономическому риску, необходимо принятие стратегических решений о распределении производственных активов фирмы по всему миру.

Для эффективного управления своей подверженностью валютному риску, фирма должна осуществлять централизованный контроль за операциями валютного хеджирования, понимать различия между транзакционным и экономическим риском, прогнозировать будущие изменения валютных курсов, создавать надежную систему внутренней отчетности для мониторинга подверженности риску и подготавливать регулярные отчеты, используемые в качестве основы для планирования практических действий.