

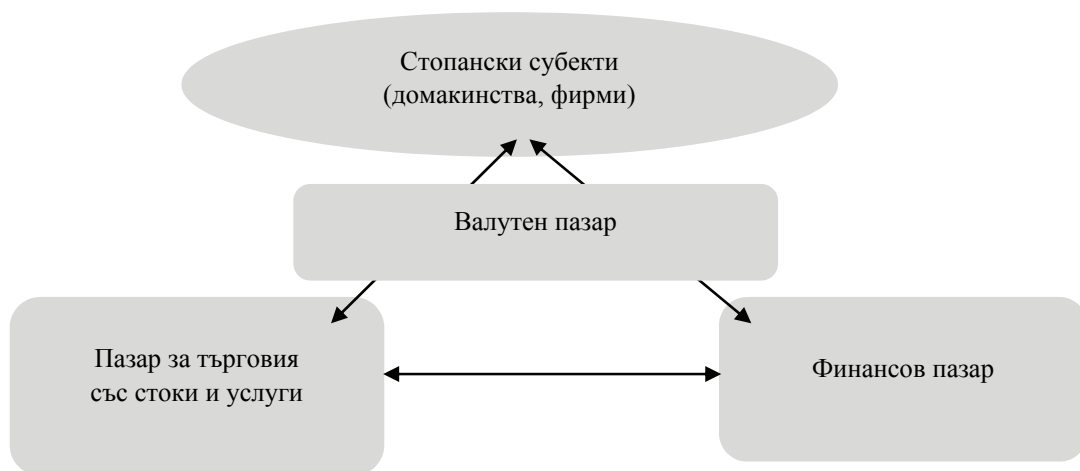
Първа глава

ВАЛУТЕН ПАЗАР

ОСНОВНИ ПОЛОЖЕНИЯ

1. Валутен пазар – основни характеристики

Валутният пазар е пазар, на който се търгуват (купуват и продават) една срещу друга различните национални валути. Той представлява интегрална част от международните пазари за търговия със стоки и услуги и международните финансови пазари поради това, че на него се осъществява обмен на валутата, която обслужва международната търговията със стоки, услуги и финансови инструменти (вж. фигура 1).



Източник: авторът.

Фигура 1. Валутният пазар – интегрална част от международните пазари за стоки, услуги и финансови инструменти

Валутният пазар има борсов произход, но в наши дни функционира предимно като извънборсов пазар (Over-The-Counter, ОТС пазар), което означава, че сделките се сключват не на организирани пазари, каквито са борсите, а свободно между пазарните субекти. Условието по тях се договарят пряко между двете страни, а не са стандартизирани. При общ среден дневен оборот на валутния

пазар към април 2016 г. от 5,1 трлн. долара търговията с борсово търгувани валутни деривати е едва 115 млрд. долара². Тези обеми правят валутния пазар най-активния и ликвиден пазар в света.

Фигура 2 показва промяната в търгуваните обеми от 1998 г. до 2016 г. Данните на Банката за международни разплащания сочат, че търгуваните обеми на валутния пазар непрекъснато нарастват в периода от 2001 г. до 2013 г., а през 2016 г. е регистриран лек спад спрямо 2013 г. По-подробно за това можете да прочетете в Допълнителни текстове, каре 1.



Източник: Triennial Central Bank Survey 2016, Bank for International Settlements, Basel.

Фигура 2. Обем на валутната търговия в периода 1998 – 2016 г., трлн. долара

2. Функции на валутния пазар

Валутният пазар изпълнява *три важни функции*. На първо място валутният пазар позволява *трансфер на покупателна сила* от една икономика към друга. Така например, обменяйки евро срещу долари ние придобиваме покупателна способност в долари спрямо американската икономика. Валутният пазар позволява на стопанските субекти *да хеджират*, тоест да се защитават срещу валутен риск. На трето място, валутният пазар позволява извличането на рискова печалба чрез *спекулация*. Много малка част от валутната търговия е мотивирана от

² Тези данни, както и всички данни за валутния пазар по-долу, са взети от изследването на Банката за международни разплащания (БМР) в Базел, Triennial Central Bank Survey 2016. БМР изготвя такъв доклад на всеки три години, като последният е с данни от месец април 2016 г. Това е най-представителното изследване за размера и структурата на валутния пазар и пазара на извънборсови деривати. Изготвя се от 1986 г. насам. В него участват 1300 банки и други валутни дилъри от 52 юрисдикции.

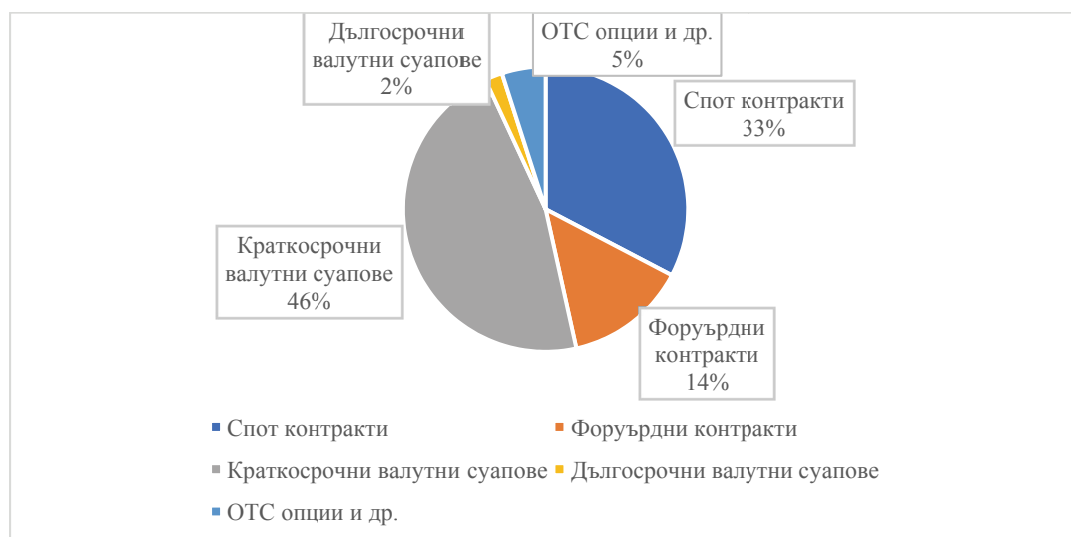
първата функция, тоест малка част от големият обем валутна търговия обслужва реалния икономически оборот. Големият дял се пада на финансово мотивираната търговия с цел хеджиране и спекулация.

3. Инструменти, които се търгуват на валутния пазар

Условно може да се приеме, че валутният пазар има два сегмента – спот пазар, на който се търгува валута за незабавна доставка (до два работни дни), и срочен пазар, за търговия на валута със срок на доставка след определен период. На тези два сегмента се търгуват различни инструменти.

На валутния пазар *на извънборсов принцип* се търгуват следните инструменти: спот контракт, форуърд контракт, краткосрочен валутен суап (foreign exchange swap), дългосрочен валутен суап (currency swap) и извънборсова (ОТС) опция.

Фигура 3 показва разпределението на среднодневния оборот по видове сделки. Най-голям дял от валутната търговия (47%) заема търговията с краткосрочни валутни суапове поради тяхното широко приложно поле, следвана от спот търговията (33%). По-нататък се нарежда търговията с валутни форуърди (14%), ОТС опции и други (5%) и дългосрочни валутни суапове (2%).



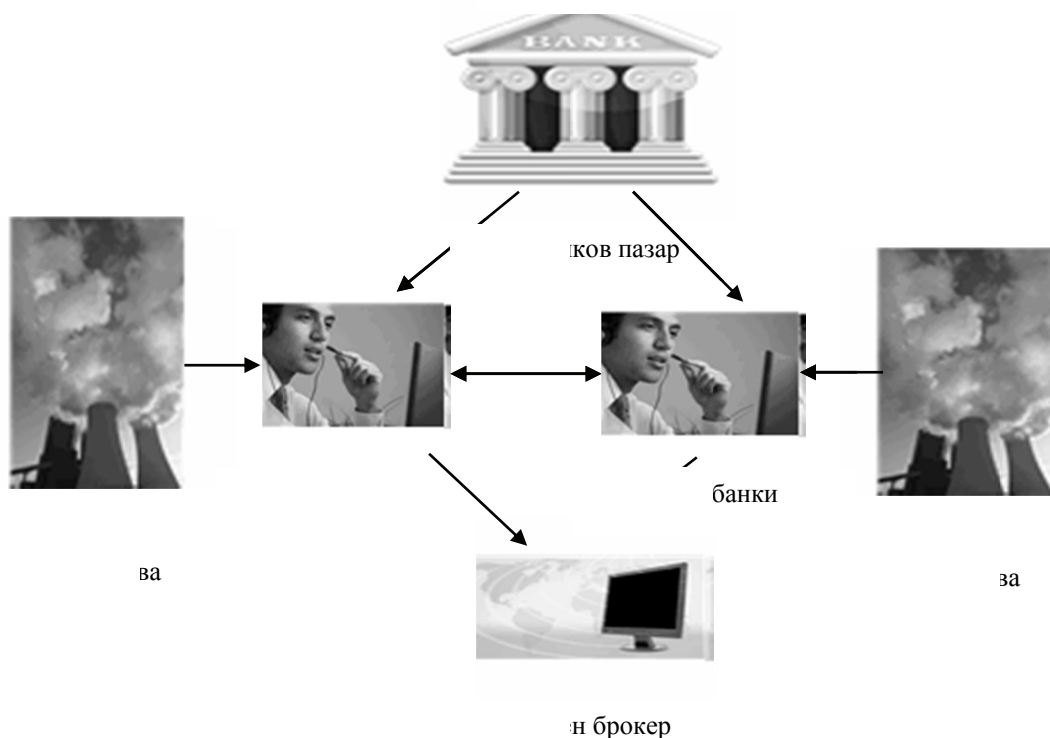
Източник: Triennial Central Bank Survey 2016, Bank for International Settlements, Basel.

Фигура 3. Разпределение на среднодневния оборот по видове сделки,%

Сред борсово търгуваните валутни инструменти са валутните фючърси и опциите. Техният дял във валутната търговия е малък на фона на валутните инструменти, които се търгуват извънборсово.

4. Участници на валутния пазар

На фигура 4 е представен начинът, по който е организиран валутният пазар.



Източник: Levi, M. International Finance, 5th Edition, 2009, Routledge. Адаптирана от автора.

Фигура 4. Организация на валутния пазар

Пазарът на дребно или пазарът за клиентите на банките (dealer-to-client market³) е този, на който се генерира значителен обем от търсена и предлагана ва-

³ Поради това, че в отношенията си с клиентите на дребно банките действат като дилъри, на валутния пазар те са наричани дилъри. Дилърът формира печалбата си от разликата меж-

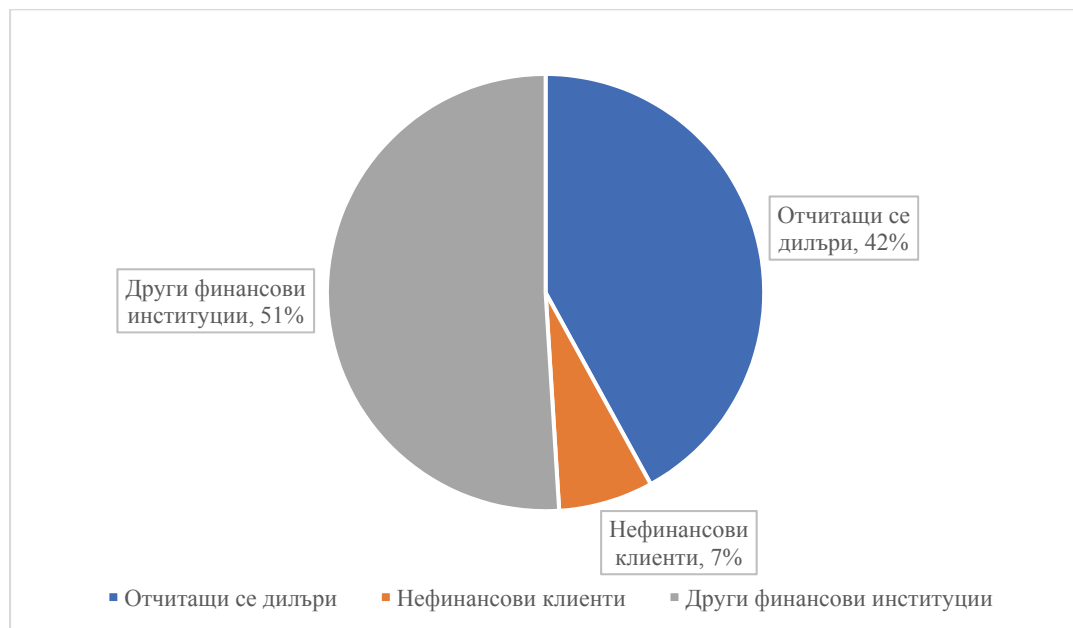
лута. На този пазар поръчки за покупка или продажба на валута към големите търговски банки правят домакинствата, търговските компании, небанковите финансови институции и по-малки търговски банки, които не са големи търговци на валута. Големите търговски банки, които получават тези поръчки, са главните маркет мейкъри на валутния пазар. Те са в непрекъснат контакт помежду си на междубанковия пазар (inter-dealer market). Банките на междубанковия пазар търгуват, за да удовлетворят множеството поръчки за покупка или продажба на валута, идващи от техните клиенти, а така също и за своя собствена сметка, управлявайки големите наличности от валути, които държат. Банките търгуват помежду си директно или посредством валутни брокери, като днес ролята на валутните брокери е иззета от електронни брокерски платформи.

Фигура 5 показва разпределението на обема валутна търговия според типа контрагент, по начина, по който Банката за международни разплащания разграничава участниците на валутния пазар. Междубанковият пазар формира 42% от среднодневния оборот на пазара. Най-голям дял от обема на пазара (51%) се формира от търговията между банките – отчитащи се дилъри⁴ и други финансови институции. В тази категория спадат по-малки търговски банки (които не са отчитащи се дилъри), институционални инвеститори, хедж фондове и официален сектор. Останалите 7% от общия обем търгувана валута се пада на търговията между банките – отчитащи се дилъри и нефинансови клиенти, сред които попадат домакинства, нефинансови компании и нефинансови правителствени агенции.

Когато се разглеждат участниците на валутния пазар, е важно да се изясни и какви са тяхната мотивация за участие, техните цели и подбуди (виж каре 2 в Допълнителни текстове).

ду покупната и продажната цена на една стока. За разлика от него брокерът не придобива собственост върху стоката, а само посредничи при нейната продажба и формира печалбата си от комисиона.

⁴ Отчитащи се дилъри са онези финансови институции, които отчитат на Банката за международни плащания търгуваните от тях обеми валута за целите на Triennial Central Bank Survey. На практика това са онези големи търговски и инвестиционни банки, които са най-активните участници на валутния пазар.



Източник: Triennial Central Bank Survey 2016, Bank for International Settlements, Basel.

Фигура 5. Разпределение на среднодневния оборот според типа контрагент, 2016 г., %

5. Пазарна инфраструктура

Пазарната инфраструктура показва как са свързани пазарните участници помежду си. Централно място в инфраструктурата на валутния пазар заема междубанковият пазар, на който банките и големи валутни търговци са в непрекъснат контакт помежду си. Те са главните маркет мейкъри на пазара. Банките са свързани и търгуват помежду си благодарение на електронни брокерски платформи. Понастоящем има две главни платформи, които се използват на междубанковия пазар – Reuters Dealing и Electronic Broking Services на ICAP. И двете платформи предлагат котировки на главните валутни двойки, но всяка от тях се е специализирала и предлага по-ликвиден пазар на някои от тях. Така например Reuters Dealing е по-добрата платформа за търговия на GBP/USD, EUR/GBP, USD/CAD, AUD/USD и NZD/USD, докато EBS е предпочитана за търговия на EUR/USD, USD/JPY, EUR/JPY, EUR/CHF и USD/CHF.

Посредством платформите банките имат достъп до най-добрите оферти на пазара, но за да могат да се възползват от тях, те трябва да имат установени кредитни линии помежду си. Колкото по-голяма е банката, толкова повече кредитни линии има тя с други банки и респективно може да търгува по най-добри цени. Минималният обем на сделката на междубанковия пазар е един милион

от базисната валута, а средните обеми възлизат на пет милиона от базисната валута. Поради това достъп до котировките на междубанковия пазар като клиенти на банките могат да имат само лица, разполагащи с голям капитал, а именно валутните брокери на дребно, големи институционални инвеститори, големите хедж фондове и мултинационалните компании. За тях също е необходимо да имат установени кредитни линии със съответните банки, за да получат достъп до котировки от междубанковия пазар.

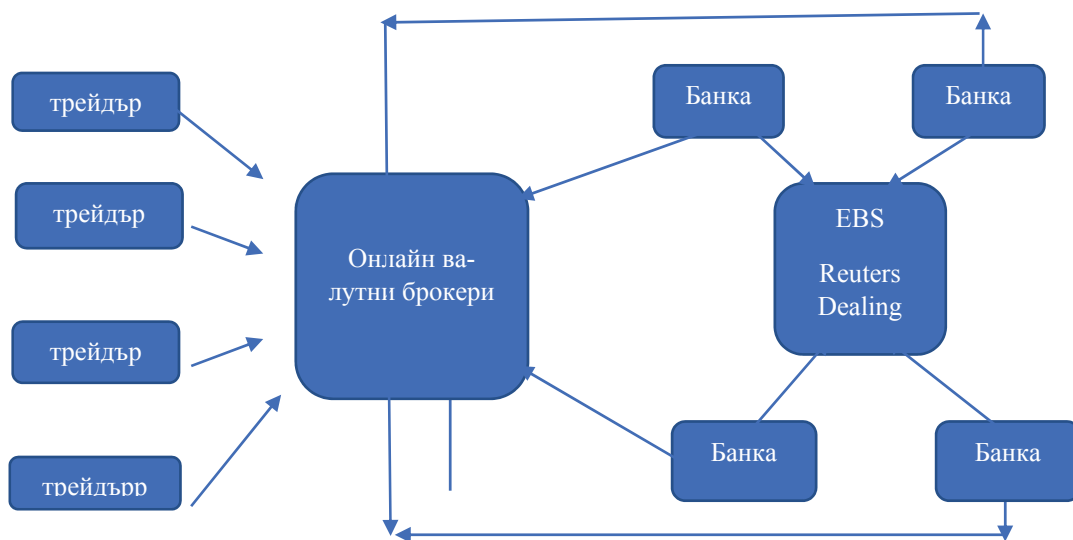
Котировките на междубанковия пазар не са достъпни за индивидуалните инвеститори и търговци на валута. За да търгуват с валута, респективно да получават достъп до котировки, те трябва да имат установени взаимоотношения с валутен брокер (онлайн валутен брокер или валутен брокер на дребно) посредством онлайн платформа за търговия⁵. Колкото по-добре капитализиран е брокерът и колкото повече кредитни линии има с банки от междубанковия пазар, толкова по-конкурентни котировки ще предлага на своите клиенти. Така валутните брокери служат като маркет мейкъри на пазара на дребно, като агрегират цени от банките и доставят ликвидност от тях и получават печалбата си от комисиони и/или спреда между котировките. Посредством платформите за търговия те предоставят 24-часов достъп до валутния пазар на своите клиенти. Сред по-известните валутни брокери в света са: Plus500, Thinkorswim, Forex.com, FXCM, OANDA, Tarde King, ActivTrades и други, някои от които оперират и в България.

Инфраструктурата на валутния пазар е представена нагледно на фигура 6.

⁵ Платформата за търговия е софтуер, който се предлага от брокера и позволява клиентите да управляват позициите си на валутния пазар, но също така предоставят възможности за търговия и с други активи, различни от валута. Повечето платформи предлагат демо сметки и аналитични инструменти. Някои валутни брокери разработват и предлагат свои собствени платформи, а някои предлагат на клиентите си търговия с т. нар. white label platforms, изработени от софтуерни компании, с които работят много валутни брокери. Най-популярните такива са: MetaTrader4 и cTader.

Клиенти на дребно

Междубанков пазар



Източник: www.fxcm.com.

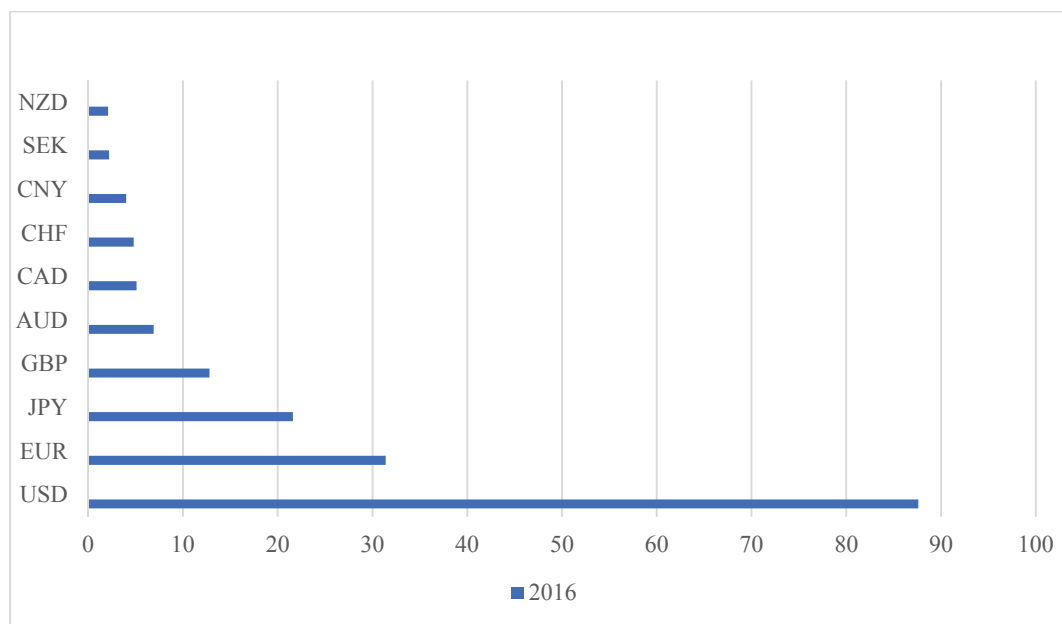
Фигура 6. Инфраструктура на валутния пазар

6. Най-търгувани валути и валутни двойки

На фигура 7 може да се види делът в търговията на десетте най-търгувани валути на валутния пазар. Попадането на валутите в тази класация означава висока степен на тяхното международно използване, респективно голям дял на държавите, емитиращи тези валути в световната икономика и търговия.

Най-голям дял във валутната търговия заема американският долар. Той участва от едната страна в трансакциите в 88% от всички сделки на валутния пазар. Втора най-търгувана валута, но далеч след долара, е еврото с дял от 31% от валутната търговия. Делът на еврото бележи непрекъснат спад след началото на дълговата криза в еврозоната. След него се нареждат японската йена и английската лира съответно с дялове от 21,6% и 12,8%. На практика в класацията на десетте най-търгувани валути можем да видим валутите на някои от най-големите икономики – САЩ, Еврозоната, Китай, Япония, Англия и Канада, както и валутите на други големи, развити икономики, които традиционно са обект на интензивна валутна търговия – Австралия, Нова Зеландия, Швеция и Швейцария. За първи път през 2013 г. сред десетте най-търгувани валути попадат валутите на две значими развиващи се икономики – Китай и Мексико, показвайки нарастването на глобалното им значение. Появата на китайския юан в тази класация е резултат от политиката на Китай за повишаване на междуна-

родното му използване и отразява ролята на китайската икономика в съвременния свят. През 2016 г. мексиканското песо е на единадесето място по дял във валутната търговия, докато китайският юан е заел по-предна позиция. От девето място през 2013 г. юанът се е придвижил с една позиция по-нагоре, но зад това се крие почти двойно увеличение на дела – от 2,2% до 4%. Така юанът е осмата най-търгувана валута в света и най-търгуваната валута на новопоявяваща се икономика.

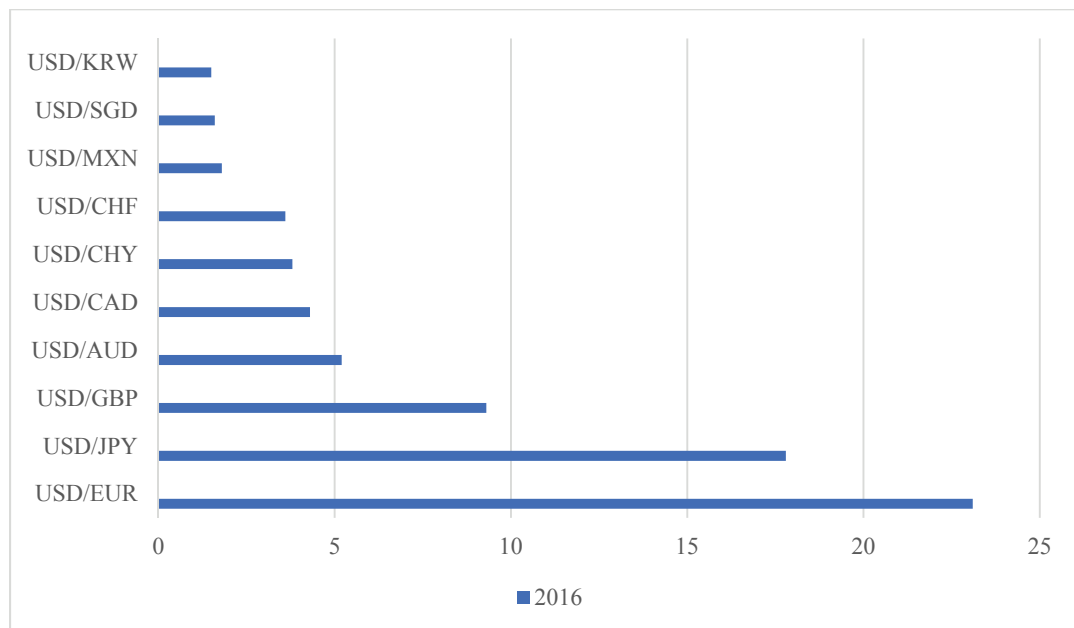


Източник: Triennial Central Bank Survey 2016, Bank for International Settlements, Basel.

Фигура 7. Разпределение на обема валутна търговия по валути, 2016 г., %.

Повече за международното използване на валутите, свързано с функциите, които те изпълняват, можете да прочетете в каре 3.

Поради това, че на валутния пазар една валута се разменя срещу друга валута, на практика търгуваният продукт е валутната двойка. Около една четвърт от търговията на валутния пазар към 2013 г. се пада на валутната двойка USD/EUR (23,1%), следвана от USD/JPY (17,8%) и USD/GBP (9,3%). По-подробни данни за търговията по валутни двойки могат да се видят на фигура 8, а в приложение 1 е даден списък на най-използваните валути и техните международни означения.



Източник: Triennial Central Bank Survey 2016, Bank for International Settlements, Basel.

Фигура 8. Разпределение на обема валутна търговия по валутни двойки, 2016 г., %

7. Центрове на валутната търговия

Валутният пазар е децентрализиран, т.е. не се намира на конкретно физическо място, а е навсякъде, където има лица, търгуващи с валута. Те са свързани помежду си посредством съвременните комуникационни средства. Поради наличието на различни часови зони валутният пазар функционира 24 часа в денонощието през петте работни дни на седмицата.

Въпреки децентрализирания характер на валутната търговия големите обеми търговия са концентрирани в няколко локации. Според данните на Банката за международни разплащания от 2016 г. преобладаващата част от глобалната валутна търговия се осъществява в пет финансови центъра: Лондон (37%), Ню Йорк (19,5%), Сингапур (7,9%), Хонконг (6,7%) и Токио (6,1%). Общият дял на тези пет финансови центъра възлиза на 77% от валутната търговия, като той нараства спрямо 2013 г. и 2010 г., когато е бил съответно 75% и 71% (виж фигура 9).

Прави впечатление, че Лондон като център на валутната търговия има близо два пъти по-висок дял от втория в класирането център – Ню Йорк. Тенденцията, която се очертава през последните години, е нарастващото значение на азиатските финансови центрове (Сингапур, Хонконг и Токио), чийто комбиниран дял