



**Немецкая экономическая группа Беларусь  
Исследовательский центр ИПМ**

Аналитическая записка [PP/03/2016]

**К вопросу о хеджировании валютных рисков в Беларуси**

Роберт Кирхнер, Йорг Франке, Ирина Точицкая

Берлин/Минск, апрель 2016



**IPM RESEARCH CENTER**  
Research · Forecasting · Monitoring

## **Информация об Исследовательском центре ИМП**

---

Исследовательский центр ИМП был создан в 1999 г. в рамках совместного проекта Института приватизации и менеджмента (Минск, Беларусь) и CASE – Центра социальных и экономических исследований (Варшава, Польша). Основными направлениями деятельности Исследовательского центра ИМП являются мониторинг, анализ и прогнозирование развития белорусской экономики, проведение экономических исследований и разработка на их основе рекомендаций для экономической политики, продвижение диалога по проблемам экономического развития через организацию и проведение конференций и семинаров, а также тренинг специалистов в области современных методов экономического анализа. В рамках сотрудничества с экспертами Немецкой экономической группы в Беларуси (GET Беларусь) Исследовательский центр ИМП осуществляет информационно-аналитическую поддержку Национального банка, Министерства экономики и других государственных и негосударственных организаций, вовлеченных в процесс формирования экономической политики в стране. Миссия Исследовательского центра ИМП – содействие повышению национальной конкурентоспособности Беларуси и благосостояния белорусского общества. Миссия реализуется через разработку и продвижение рекомендаций для социальной и экономической политики, основанных на результатах прикладных исследований.

### **Исследовательский центр ИМП**

220088 Минск, Беларусь, ул. Захарова 50 б  
Тел.: +375 (17) 2 100 105  
Факс: +375 (17) 2 100 105  
E-Mail: [research@research.by](mailto:research@research.by)  
<http://www.research.by>

## **Информация о Немецкой экономической группе в Беларуси (GET Belarus)**

---

Главной задачей Немецкой экономической группы в Беларуси является поддержание диалога по вопросам экономической политики с белорусским правительством, структурами гражданского общества и международными организациями. Эксперты Немецкой экономической группы имеют опыт консультирования по экономическим вопросам правительств ряда трансформационных стран, в том числе Украины, России и Казахстана. Исследовательский центр ИМП и Немецкая экономическая группа предоставляют информационно-аналитическую поддержку Национальному банку, Министерству финансов, Министерству экономики, Министерству иностранных дел и другим учреждениям, вовлеченным в процесс формирования и реализации экономической политики в стране

### **Немецкая экономическая группа в Беларуси**

c/o Berlin Economics  
Schillerstr. 59  
D-10627 Berlin  
тел: +49 30 / 20 61 34 64 0  
факс: +49 30 / 20 61 34 64 9  
E-Mail: [info@get-belarus.de](mailto:info@get-belarus.de)  
[www.get-belarus.de](http://www.get-belarus.de)

© 2016 Немецкая экономическая группа в Беларуси  
© 2016 Исследовательский центр ИМП  
Все права сохранены.

## **К вопросу о хеджировании валютных рисков в Беларуси**

### **Резюме**

В 2015 г. в Беларуси было принято верное стратегическое решение о переходе на режим плавающего обменного курса. Оно было правильным и давно назревшим, однако, породило ряд проблем. Одной из них стал рост волатильности обменного курса по дням, что не могло не оказать влияние на торговлю и инвестиции многих компании в реальном и финансовом секторах экономики. В течение 2015-2016 годов ежедневный процент изменения белорусского рубля по отношению к евро иногда доходил до 6%, к российскому рублю – до 4-5%, а к доллару США – до 2-3%. В настоящее время в Беларуси отсутствуют рынки, где риски волатильности обменного курса передаются от компании к другим участникам, готовым принимать их на себя. Однако переход к плавающему курсу предопределяет необходимость их развития в самое ближайшее время.

Следует отметить, что процесс хеджирования валютных рисков состоит из ряда определенных шагов. Вначале принимается стратегическое решение в отношении того, стоит ли хеджировать валютный риск (шаг 1). При этом учитываются связанные с такой операцией издержки. Если ответ на вопрос положительный, возникает необходимость в сборе, прогнозировании и оценке данных (шаг 2), чтобы ответить на вопрос, какой именно риск хеджировать. Затем (шаг 3) разрабатывается конкретный план хеджирования валютных рисков, который в дальнейшем выполняется. На последнем шаге (шаг 4), хеджирование отражается в бухгалтерском учете. В международной практике бухгалтерского учета для операций хеджирования, совершаемых компаниями, существует специальный метод учета (бухгалтерский учет хеджирования – “hedge accounting”) в том случае, если компании соблюдают определенные правила. Они прописаны подробно в специальных стандартах для каждой системы учета, например, IAS 39 (IFRS) или FAS 133 (US-GAAP).

Эмпирические данные о хеджировании валютных рисков компаниями практически недоступны, однако проводимые опросы показывают, что экспортно-ориентированные компании и транснациональные (многонациональные) компании хеджируют 85-95% своих валютных рисков. В то же время предприятия, ориентированные на внутренний рынок, хеджируют только 10-15%. Существуют также различия в сроках, на которые осуществляется хеджирование. Для экспортеров они дольше и могут составлять несколько лет. В целом, в последние годы значение хеджирования существенно возросло, при этом основными используемыми инструментами являются фьючерсы/форварды и кросс-валютные свопы. Опционы и более экзотические инструменты используются реже и в основном только большими компаниями.

В странах с развивающейся и переходной экономикой становление валютного рынка производных инструментов часто идет вслед за развитием спотового рынка. В то же время дополняющие финансовые рынки имеют важное значение, начиная с денежных рынков/казначейских обязательств, а также (государственных и корпоративных) облигаций и фондового рынка. В частности, денежный рынок выполняет важную роль для справедливого ценообразования для форвардов / фьючерсов через покрытый процентный паритет.

### **Авторы**

Роберт Кирхнер	kirchner@berlin-economics.com	+49 30 20 61 34 64 0
Иорг Франке	jfranke@tradegate.de	
Ирина Точицкая	tochitskaya@research.by	

## Содержание

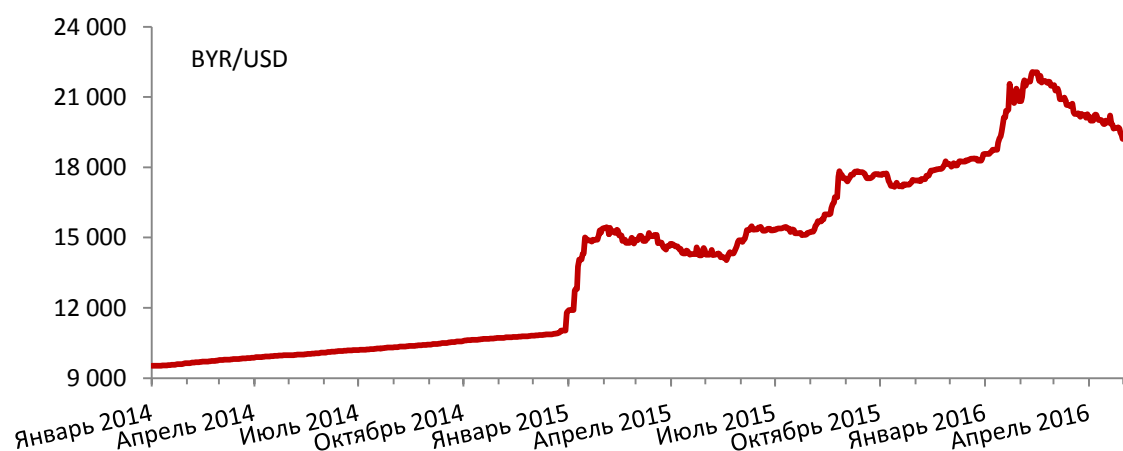
1	Введение.....	5
2	Почему в Беларуси необходимо хеджирование валютных рисков .....	6
3	Решение о хеджировании, принимаемое компаниями .....	8
3.1	Бухгалтерский учет операций хеджирования валютных рисков.....	8
3.2	Степень покрытия валютного риска .....	9
4	Дополняющие финансовые рынки.....	11
4.1	Глобальный рынок валютных деривативов .....	11
4.2	Необходимость дополняющих финансовых рынков.....	11

## 1 Введение

Ранее мы рассматривали<sup>1</sup> общие подходы к реформам и шаги, которые необходимо осуществить для создания полноценного рынка валютных производных финансовых инструментов в Беларуси. Его необходимость стала особо очевидной в связи с тем, что на валютном рынке с января 2015 г. наблюдалось существенное усиление волатильности, вследствие перехода на гибкий обменный курс (рис. 1). Несомненно такой переход является положительным с экономической точки зрения, поскольку он позволяет рынку определять обменный курс; однако возникшая проблема волатильности также требует решения путем создания рынка валютных деривативов (фьючерсов, форвардов, свопов и т.д.).

**Рис. 1**

Обменный курс по отношению к USD



Источник: Национальный банк Республики Беларусь

Данная работа является продолжением дискуссии по данному вопросу и посвящена обзору международного опыта по ряду направлений, являющихся важными для развития рынка деривативов<sup>2</sup>, а именно: обоснование необходимости механизма хеджирования риска в Беларуси (раздел 2); международный опыт принятия решений о хеджировании валютных рисков (раздел 3) и создание дополняющих финансовых рынков (раздел 4), которые необходимы для эффективного функционирования рынка валютных деривативов.

<sup>1</sup> См PB/06/2015: [http://www.get-belarus.de/wordpress/wp-content/uploads/2014/10/PB\\_06\\_2015\\_en.pdf](http://www.get-belarus.de/wordpress/wp-content/uploads/2014/10/PB_06_2015_en.pdf)

<sup>2</sup> Некоторые из данных вопросов освещались в PB/02/2016: [http://www.get-belarus.de/wordpress/wp-content/uploads/2016/02/PB\\_02\\_2016\\_en.pdf](http://www.get-belarus.de/wordpress/wp-content/uploads/2016/02/PB_02_2016_en.pdf)

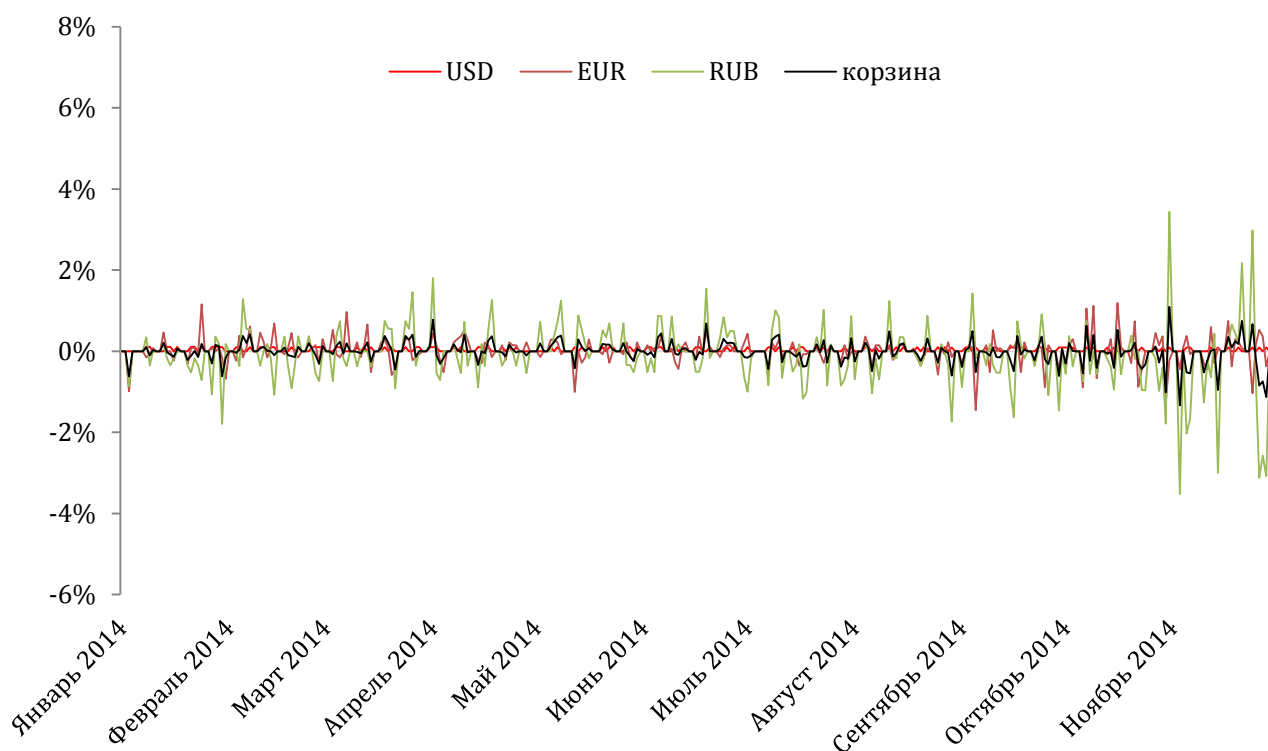
## 2 Почему в Беларуси необходимо хеджирование валютных рисков

В начале 2015 г. Национальный банк Республики Беларусь отказался от привязки курса белорусского рубля к доллару США и возобновил его привязку к корзине иностранных валют, в структуре которой российский рубль занимает 40%, а удельный вес доллара и евро составляет по 30%.

Одной из задач возобновления использования механизма валютной корзины была минимизация интервенций Национального банка на валютном рынке и установление курса на основе складывающегося баланса спроса и предложения. Это стало началом движения к плавающему обменному курсу без установления каких-либо целей ни в отношении его уровня, ни коридора для колебаний (рис 2). При этом в задачи Национального банка входил мониторинг ситуации на валютном рынке с целью сглаживания дневных колебаний корзины валют.

**Рис. 2**

Изменение белорусского рубля по отношению к валютам, входящим в корзину и корзины (равные веса) в январе – ноябре 2014г. (% день/день)



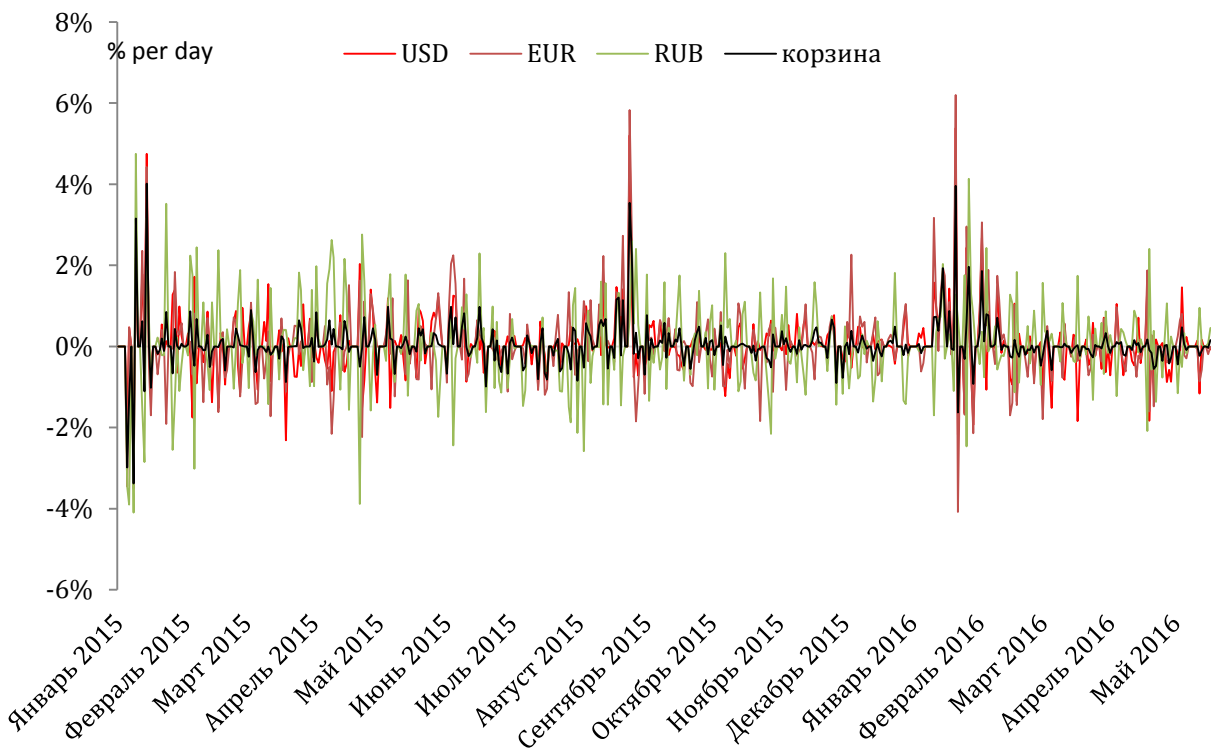
*Источник: расчеты Исследовательского центра ИПМ на основе данных Национального банка РБ*

Однако ввиду высокой зависимости белорусской экономики от внешних факторов, например, таких как снижение цен на товарных рынках (нефть, калийные удобрения) и эффекты перелива от находящейся в кризисе российской экономики, а также влияния ряда других факторов волатильность национальной валюты резко возросла. Как видно из

рис.3, в 2015-2016 гг. колебания белорусского рубля по отношению к евро в некоторые дни составляло около 6%, к российскому рублю - 4-5% и к доллару США- 2-3%.

### Рис. 3

Изменение белорусского рубля по отношению к валютам, входящим в корзину и корзины (веса 2015 г.), январь 2015-май 2016 гг (% день/день)



Источник: расчеты Исследовательского центра ИПМ на основе данных Национального банка РБ

В силу того, что многие компании в Беларуси осуществляют экспортно-импортные операции, обязаны продавать 30% своей валютной выручки, а также имеют затраты и доходы в разных валютах, такого рода колебания обменного курса оказывают на них негативное влияние, увеличивая риск потенциальных потерь вследствие непредвиденных скачков обменного курса. Это ставит перед компаниями вопрос о том, как справиться с такого рода валютными рисками и защитить свою выручку от волатильности белорусского рубля.

Необходимо отметить, что с данной проблемой сталкиваются не только белорусские фирмы, валютным рискам подвержены компании во всем мире. Поэтому все большее число компаний занимаются их хеджированием. Опрос JPMorgan Chase выявил, что компании США, Европы и Японии хеджируют 40% валютных рисков.

### **3 Решение о хеджировании, принимаемое компаниями**

Таким образом, необходимо ответить на два вопроса, касающиеся решения компаний реального сектора о хеджировании валютных рисков:

- а. Как национальные/международные компании осуществляют учет операций хеджирования валютных рисков? Какие нормативные документы при этом используются? (3.1)
- б. Какой размер валютного риска предприятий реального сектора может быть покрыт путем использования валютных деривативов? (3.2)

#### **3.1 Бухгалтерский учет операций хеджирования валютных рисков**

В целом компании могут использовать операции хеджирования для сокращения (или в лучшем случае, устранения) валютных рисков. Если операция хеджирования отвечает определенным критериям, изложенным в применяемых стандартах бухгалтерского учета, существует специальный порядок их бухгалтерского учета, называемый разрешенный учет хеджирования (hedge accounting permitted). Однако это является «привилегией», а не автоматически предоставляемым правом. Международные компании составляют отчеты на основе различных стандартов бухгалтерского учета (например, немецкий GAAP, IFRS, США GAAP), но учет хеджирования осуществляется с использованием приблизительно одинаковых подходов. В IFRS регулирование учета хеджирования осуществляется на основе IAS 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка», которые будут в 2018 г. заменены на IFRS 9. В США в GAAP учет хеджирования ведется на основе FAS 133 «Учет производных финансовых инструментов и операций хеджирования» (внесены изменения в FAS 161).

Стандарты бухгалтерского учета разрешают учет операций хеджирования для трех установленных типов валютного хеджирования:

1. Хеджирование денежных потоков (cash-flow-hedge) предназначено для прогнозируемых сделок, вероятность осуществления которых очень высока, твердого обязательства (не отражается в бухгалтерском балансе), валютных денежных потоков признанных активов или обязательств, а также прогнозируемой внутрифирменной сделки.
2. Хеджирование справедливой стоимости (fair value hedge) предназначено для твердого обязательства (не отражается в бухгалтерском балансе), валютных денежных потоков признанных активов или обязательств.
3. Хеджирование чистых инвестиций (hedge of net investment in a foreign operation) предназначено для чистых инвестиций в операциях за пределами страны (зарубежная деятельность).

Основным принципом учета хеджирования является признание прибылей/убытков от хеджированной статьи и прибыли/убытка от хеджирования в отчете о прибылях и убытках одновременно. Учет хеджирования требует большого объема работы, обеспечения соблюдения требований, включая документирование отношений хеджирования и



доказательства того, что хеджирование является эффективным. Ниже приведены различные этапы учета хеджирования:

**Вставка 1. Шаги, необходимые для осуществления учета хеджирования**

- I. Осуществлять или нет операцию хеджирования? (оценка forex рисков по сравнению с возможными издержками)
- II. Что хеджировать? (сбор данных: объем валюты, отражаемой в бухгалтерском балансе, прогнозируемые в будущем валютные сделки)
- III. Разработка плана хеджирования валютных рисков (поиск того, кто осуществит хеджирование валютного риска, организация внутреннего контроля и процесса, осуществление операции валютного хеджирования установленного или не установленного типов).
- IV. Учет операции хеджирования (соответствие критериям, документирование и проверка, справедливая рыночная стоимость, для операций не установленного типа учет прибыли/убытка, для операций установленного типа – специальный учет хеджирования)

*Источник: Oanda, Forex Hedge Accounting Treatment*

Как видно из перечисленных выше шагов, учет хеджирования является последним этапом из серии шагов, которые компания должна сделать в процессе осуществления хеджирования валютного риска. Прежде всего нужно ответить на вопрос о том, стоит ли вообще хеджировать валютный риск (шаг 1), принимая во внимание возможные издержки. В том случае, если будет решено осуществить хеджирование, необходимо будет провести сбор, прогноз и оценку данных, для того чтобы понять, что хеджировать. На третьем этапе необходимо разработать план хеджирования и претворить его в жизнь, и только после этого на последнем этапе поводится учет операций хеджирования.

### **3.2 Степень покрытия валютного риска**

Ввиду закрытости информации и отсутствия данных с эмпирической точки зрения сложно ответить на вопрос о том, как именно отдельные компании реального сектора хеджируют свои валютные риски. Это связано с тем, что такая информация рассматривается компаниями как коммерческая тайна. Инвестиционные банки и другие организации проводят анонимные опросы и тематические исследования по данному вопросу. Однако, как правило, их результаты также часто не доступны для общественности, поскольку распространяются в основном среди своих клиентов.

Примером такого рода исследований является опрос, проведенный Greenwich Treasury Advisors среди своих клиентов, результаты которого приведены в табл.1.

**Таблица 1**

Результаты опроса об осуществлении компаниями операций хеджирования

	Национальные компании	Многонациональные корпорации	Экспортеры
% тех, кто осуществляет хеджирование	10-15%	85-95%	90-95%
Временной горизонт хеджирования	Финансовый год	1-2+ года	1-3+года

*Источник: Greenwich Treasury Advisors 2008*

Компании сгруппированы в три категории (ориентированные на работу внутри страны, ориентированные на экспорт, многонациональные корпорации (МНК)), и среди них доля компаний, которые осуществляют хеджирование, а также временной горизонт данных операций различаются. В то время как экспортеры, а также МНК хеджируют почти все свои риски, национальные компании делают это только в очень ограниченной степени. Кроме того, временной горизонт хеджирования отличается: у экспортеров/МНК он намного больше, чем у компаний, ориентированных на внутренний рынок. Тем не менее, следует иметь в виду, что даже среди этих групп компаний имеются различия ввиду разной политики управления финансовыми рисками и сложности прогнозирования валютных рисков (например, денежного потока компании), которые не учитываются в таблице 1.

Кроме того, несмотря на имеющуюся ограниченную информацию, можно выделить некоторые дополнительные факты, связанные с практикой хеджирования корпоративных клиентов:

1. Из-за возросшей волатильности валютного рынка по всему миру, а также растущей тенденцией интернационализации для многих компаний, тема валютного хеджирования становится в последнее время все более актуальной. Для многих компаний валютный риск считается «непрофильным» риском, который акционеры хотели бы устранить, ожидая, что руководство компании будет что-то с ним делать, например, используя производные финансовые инструменты.
2. Компании с валютными рисками в секторах, которые имеют невысокую рентабельность (например, в сельском хозяйстве), как правило, хеджируют большую часть своих рисков.
3. В МНК, которые работают во многих странах, как правило, только чистые валютные риски по отношению к отчетной валюте (USD, EUR) являются (полностью) хеджированными.
4. Основные используемые инструменты хеджирования – это форварды и / или фьючерсы и кросс-валютные свопы; в меньшей степени – опционы или более сложные

(экзотические) инструменты. Крупные компании в большей степени склонны использовать опционы и сложные (экзотические) инструменты, чем небольшие компании.

## **4 Дополняющие финансовые рынки**

### **4.1 Глобальный рынок валютных деривативов**

Глобальный рынок производных валютных финансовых инструментов<sup>3</sup> в основном внебиржевой (ОТС), где более 80% оборота формируется за пределами организованного обмена. Еще одной его особенностью является сильная концентрация рынка среди нескольких ключевых игроков. В настоящее время приблизительно 12-14 крупных международных банков доминируют в мире на электронном рынке производных валютных финансовых инструментов. Другие меньшие по размеру или региональные банки получают от данных крупных банков свою ликвидность и цены, которые, как следствие, дороже для их клиентов. Торговля между участниками рынка в значительной степени автоматизирована. Электронные торговые площадки соединены друг с другом с помощью "FIX протокола".

На развивающихся рынках торговля производными валютными инструментами ведется также на внебиржевом рынке. Рынок, как правило, используется только небольшими банками (нишевой рынок). Для данного рынка характерны более высокие риски, что приводит к увеличению спредов. Таким образом, только институты с высокой удерживающей способностью к риску, такие как хедж-фонды, торгуют валютными производными финансовыми инструментами продуктами и участвуют в международных операциях на рынке.

### **4.2 Необходимость дополняющих финансовых рынков**

На многих развивающихся рынках и в странах с переходной экономикой наличие емких и ликвидных валютных рынков являлось одним из ключевых элементов перехода от фиксированного к гибкому обменному курсу.

Тем не менее, во многих из этих стран развитие таких рынков для инструментов хеджирования (форвардов, фьючерсов, свопов, опционов) происходило постепенно с отставанием в развитии спот-рынка. Центральные банки активно способствовали развитию рынков валютных производных финансовых инструментов, например, путем устранения препятствий и предоставления нерезидентам доступа к ним. Некоторые центральные банки, например, в Израиле и Уругвае, стимулировали рынок производных финансовых инструментов, активно участвуя в нем путем выпуска собственных инструментов<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Важным источником информации является "BIS Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity". Последний опрос 2015, который основывается на данных 2013 Г можно найти здесь: <http://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>.

<sup>4</sup> см. IMF (2007): Moving to Greater Exchange Rate Flexibility. Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences. Occasional Paper 256.

Наличие дополняющих финансовых рынков является важной предпосылкой для функционирования емких и ликвидных рынков валютных деривативов. Это относится, в первую очередь, к емким и эффективным рынкам краткосрочных денег и государственных казначейских векселей, которые необходимы для ценообразования (арбитраж через покрытый процентный паритет). Их отсутствие сдерживает развитие рынков валютных деривативов. Помимо этого, важным является наличие рынков долгосрочных государственных облигаций, а также корпоративных облигаций и фондовых рынков.

В приведенной ниже таблице по странам отражены составляющие режима плавающего обменного курса, важным элементом среди которых является статус развития дополняющих финансовых рынков.

**Таблица 2**

Составляющие режима плавающего валютного курса – обзор по отдельным странам

	Последовательный выход			Выход под давлением		
	Чили (1984-99) <sup>5</sup>	Израиль (1985- 2005)	Польша (1990- 2000)	Бразилия (1999)	Чехия. (1996-97)	Уругвай (2002)
Составляющие режима плавающего валютного курса						
(1) Развитие валютного рынка						
Рынки спот	✓	✓	✓ <sup>6</sup>	✓	✓ <sup>5</sup>	✓
Рынки деривативов/ инструментов хеджирования	✓	✓	✓	✓ (фьючерсы)	✓	х
Дополняющие рынки						
• Межбанковский денежный рынок	✓	✓ <sup>7</sup>	✓	✓	✓	х
• Рынок ценных бумаг	✓	✓ <sup>6</sup>	✓	✓	✓	✓ <sup>8</sup>
(2) Потенциал управления валютными рисками	✓	✓	✓	х <sup>9</sup>	✓	х
(3) Альтернативные основы монетарной политики	✓	✓	✓	х	х	х
Потенциал реализации мер монетарной политики	✓	✓	✓	✓	✓	

<sup>5</sup> Годы в скобках относятся к периоду полного перехода к режиму плавающего валютного курса.

<sup>6</sup> Наиболее интенсивное развитие в течение года, предшествующего переходу к плавающему курсу.

<sup>7</sup> Отставание от валютного рынка.

<sup>8</sup> Для срока погашения меньше, чем 270 дней.

<sup>9</sup> Пруденциальное регулирование было недостаточно эффективным для того, чтобы контролировать общую подверженность банков риску прежде всего, из-за недостатков пруденциального регулирования воздействия валютных рисков на банки. Корпорации (банки в том числе) активно использовали фьючерсы для хеджирования своих открытых позиций или в спекулятивных целях. Участники рынка не привыкли на постоянной основе оценивать валютные риски, связанные с волатильностью рынка.

	Последовательный выход			Выход под давлением		
	Чили (1984-99) <sup>5</sup>	Израиль (1985- 2005)	Польша (1990- 2000)	Бразилия (1999)	Чехия. (1996-97)	Уругвай (2002)
(4) Стратегия интервенции при плавающем валютном курсе	С плаванием	✓	С плаванием	С плаванием	✓	С плаванием
Общая готовность	Высокая	Высокая	Высокая	Достаточно высокая	Достаточно высокая	Низкая
<u>Либерализация счет капитала</u>						
Приток краткосрочного капитала либерализован	✓ <sup>10</sup>	✓	✓ <sup>11</sup>	✓ <sup>9</sup>	✓ <sup>10</sup>	✓
Отток капитала либерализован	✓ <sup>9</sup>	✓	✓ <sup>10</sup>	✓	✓ <sup>10</sup>	✓
Деривативные транзакции либерализованы	✓	✓	✓ <sup>10</sup>	✓	✓ <sup>10</sup>	✓

Источник: МВФ

<sup>10</sup> В Чили все элементы управления были сняты незадолго до или одновременно с переходом к режиму плавающего валютного курса. В Бразилии либерализация проходила постепенно в течение 1990-х годов (контроль притока капитала 1993-96 гг. ослаблен в 1999), с дальнейшей либерализацией для иностранных инвесторов после перехода к режиму плавающего валютного курса.

<sup>11</sup> В Чехии большинство финансовых притоков и оттоков были либерализованы к 1997 году. Определенные транзакции притока (в том числе производных финансовых инструментов) были либерализованы в начале 1999 года следом за переходным периодом по поэтапному отказу от остальных элементов управления в соответствии с соглашением с Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). Полная либерализация счета движения капитала произошла в 2002 году. Точно так же в Польше полная либерализация всех операций по счету капитала была реализована в 2002 году, до этого времени под контролем оставались некоторые операции (включая некоторые операции с деривативами, краткосрочными портфельными инструментами и депозитными сделками).

