



# Как компании занять правильную позицию на валютном рынке?\*



**Егор Егорушкин,**  
руководитель  
направления «Финансы»,  
бизнес-тренер  
консалтинговой группы  
«Здесь и Сейчас»  
egorushkin@zis.by

**С**егодня мы заканчиваем разговор о том, как можно защитить компанию от роста курса иностранной валюты, используя для этого все имеющиеся инструменты.

## То, чего следует избегать

Напомним, во время прошлого разговора мы определили, что потери компании от изменения курсов валют обусловлены **существованием открытых валютных позиций**, то есть наличием ситуаций, когда активы компании, номинированные в определенной иностранной валюте, не равны ее обязательствам, выраженным в этой же валюте. Также мы убедились, что когда речь идет об активах либо обязательствах, номинированных в иностранной валюте, **не обязательно** подразумевается, что они выражены в данной валюте в бухгалтерском учете.

С управленческой точки зрения нас интересует, **будет ли величина данных активов или обязательств изменяться вместе с курсом интересующей нас валюты**. Такая ситуация может возникнуть, к примеру, когда цену на реализуемые товары мы устанавливаем в привязке к доллару США (чем выше курс, тем, следовательно, выше цена, по которой мы продадим товар, и тем выше его стоимость). Либо когда к курсу валюты мы привязываем сумму оплаты, которую

должен внести наш покупатель, даже если в соответствии с условиями договора он перечислит нам белорусские рубли.

Мы пришли к заключению, что основная суть защиты от колебаний курсов валют состоит в следующем: **компания необходимо избегать открытых валютных позиций**. И если величина ее активов, выраженных в иностранной валюте, меньше, чем размер ее валютных обязательств (а в условиях постоянного роста курса нас должно в первую очередь пугать именно это), то необходимо либо создавать валютные активы, либо избавляться от валютных обязательств.

Как вы помните, в прошлый раз также рассматривались доступные компаниям сегодня **методы создания валютных активов**: привязка к курсу иностранной валюты цен на реализуемые товары либо продукцию, а также величины оплаты покупателя при реализации ему товара с отсрочкой платежа.

Вместе с тем данные варианты не всегда пригодны для практического использования, так как могут снизить конкурентоспособность компании. Поэтому сегодня мы изучим второй подход к «защите» от роста курса валюты — **снижение валютных обязательств**.

## Корень проблемы

Вернемся к примеру, который использовался для иллюстрации наших

\* Окончание. Начало см.: Финансовый директор. — 2014. — № 2.

инструментов «защиты». Напомним, компания «А» покупала ткань за доллары США и часть ее продавала за белорусские рубли. В результате этого компания была подвержена валютному риску, так как у нее имелись обязательства перед поставщиком в размере 100 тыс. долл. США, а остатки товаров и дебиторская задолженность покупателя, то есть все активы «А», были выражены в белорусских рублях (предположим, покупатели продукции компании «А» не согласны подписывать договоры с условиями привязки размера оплаты к курсу доллара, а высокий уровень конкуренции не позволяет «А» поднимать цену на продаваемую ткань соразмерно росту курса доллара).

Что может предпринять в таком случае компания? Если она не может превратить свои активы в иностранную валюту, то ей нужно избавиться от задолженности перед поставщиком, существование которой ведет к риску валютных потерь. Как это сделать?

Конечно, единственный вариант — взять и оплатить эту задолженность... И Бог с ней, с отсрочкой, главное — по ночам спать спокойно, не пугаясь валютных штормов. Но у компании «А» нет денег, чтобы погасить задолженность.

Чтобы разрешить эту кажущуюся неразрешимой задачу («Как погасить долг, не имея денег?»), компании следует избавиться не от задолженности вообще, а **от задолженности в иностранной валюте**. Если у нее будет, пусть и аналогичная по размеру, задолженность, но в белорусских рублях, то это избавит компанию от валютных рисков, так как ее открытая валютная позиция «закроется».

## Расчет показателя VaR

Таким образом, задача немножко упрощается: компании нужно

не избавиться от задолженности самой по себе, а **заменить ее на аналогичную, но в белорусских рублях**. Как это можно сделать?

Самый простой вариант — получить в банке кредит в белорусских рублях, за счет полученных рублей купить валюту и оплатить задолженность поставщику. В результате компания избавится от долга в валюте перед поставщиком, а взамен получит вполне безопасный с точки зрения изменения валютных курсов долг перед банком в национальной валюте.

Вместе с тем у долга перед банком, в отличие от задолженности перед поставщиком, есть существенный недостаток: за него нужно платить проценты.

Как из двух «плохих» вариантов выбрать не самый худший?

Учитывая, что компания понесет затраты и в том и в другом случае (в случае с задолженностью поставщику — по курсовым потерям, в случае с кредитом банка — по уплаченным процентам), **менее плохим вариантом будет тот, при котором затраты компании окажутся меньше**.

Но если с кредитом все понятно (для расчетов мы можем взять сумму кредита, его срок и процентную ставку), то как ответить на вопрос, сколько потеряет компания на курсовых разнице? Здесь на помощь придет мировая практика прогнозирования изменений валютных курсов, а именно такой показатель, как **VaR (Value at Risk)**, который, если не ожидать от него слишком много, дает вполне точный и прикладной результат.

Для того чтобы рассчитать VaR (что именно он значит, вы узнаете немного позже — сейчас главное понять, что мы пытаемся спрогнозировать наши валютные потери), нужно **изучить динамику курса интересующей нас валюты**. В нашем случае это доллар США. Курс мы будем брать тот, который уста-

новлен Национальным банком Республики Беларусь, так как именно по нему компании сегодня имеют возможность покупать валюту для погашения своих валютных обязательств.

Для этого выгрузим, например, с интернет-сайта Нацбанка «историю» курса доллара США за последний месяц. При расчете показателя VaR рекомендуется учитывать не менее 60 наблюдений (то есть курс не менее чем за 60 дней), но, как показывает практика, **одно-го месяца вполне достаточно**. Эти данные лучше брать за месяц и по той причине, что в Беларуси тренды изменения курса нестабильны, в связи с чем, взяв информацию за месяц, мы получим более точный результат, чем за 3.

Курсы доллара США на соответствующую дату за март 2014 г. приведены в графе 2 таблицы (с. 26).

Кстати, **данные с сайта Нацбанка не очень удобно использовать для наших целей**. Дело в том, что информация на сайте приведена с учетом выходных дней, тогда как в эти дни биржевые торги у нас не проходят и, соответственно, курс валют не изменяется. На самом деле это происходит по «техническим причинам», но если мы оставим эти данные в своей выборке, то математически будет считаться, что в эти дни курс не менялся, поскольку был стабилен. Поэтому, чтобы получить максимально достоверный результат, выходные дни из таблицы необходимо удалить. А если мы хотим совсем уж «аптекарской» точности, то в данном случае нужно удалить и выходные дни в США, которые не совпадают с нашими официальными праздниками, так как в эти дни торги также не проводятся.

Итак, у нас есть таблица, отражающая динамику курса доллара США. При этом больше всего нас будет интересовать не значение курса, а **темп его изменения**, то

ТАБЛИЦА

Дата	Курс доллара США к белорусскому рублю	Процентное изменение курса за день
1	2	3
03.03.2014	9 770,00	
04.03.2014	9 770,00	0,00
05.03.2014	9 780,00	0,10
06.03.2014	9 790,00	0,10
07.03.2014	9 790,00	0,00
10.03.2014	9 790,00	0,00
11.03.2014	9 800,00	0,10
12.03.2014	9 800,00	0,00
13.03.2014	9 810,00	0,10
14.03.2014	9 810,00	0,00
17.03.2014	9 820,00	0,10
18.03.2014	9 820,00	0,00
19.03.2014	9 830,00	0,10
20.03.2014	9 830,00	0,00
21.03.2014	9 840,00	0,10
24.03.2014	9 840,00	0,00
25.03.2014	9 850,00	0,10
26.03.2014	9 850,00	0,00
27.03.2014	9 850,00	0,00
28.03.2014	9 860,00	0,10
31.03.2014	9 870,00	0,10
Среднее значение		0,05
Стандартное отклонение		0,05

есть на сколько за каждый день меняется курс по сравнению с предыдущим. Ведь мы понесем потери по курсовым разницам в зависимости не от того, каким на конкретную дату будет курс, а от того, **на сколько он поменялся**. Сам по себе курс 8 500 руб./долл. США, например, не страшен. Страшен он лишь тогда, когда еще вчера был в районе 5 тыс. руб./долл. США.

Чтобы учесть именно курсовые изменения, введем дополнительную графу в таблице («Процентное изменение курса за день»), где посчитаем, на сколько процентов за день курс вырос (или упал — такое вспоминается уже с трудом, хотя еще недавно это было реальностью).

Если мы хотим, например, рассчитать процентное изменение курса за 5 марта 2014 г., то необходимо взять курс за этот день (9 780 руб./долл. США), вычесть из него курс дня предыдущего (4 марта, 9 770 руб./долл. США) и полученный результат (10 руб.) поделить на курс

за 4 марта. В результате выяснится, что 5 марта 2014 г., по сравнению с 4 марта, курс доллара США по отношению к белорусскому рублю вырос на 0,1%.

Далее мы будем оперировать только процентными изменениями — абсолютные значения для нас неважны.

При этом необходимо рассчитать два показателя по отобранной нами для анализа истории изменения курсов:

- среднее значение;
- среднеквадратическое отклонение.

В Excel для данных показателей предусмотрены формулы СРЗНАЧ и СТАНДОТКОЛН, в качестве параметров которых указываются ячейки, в которых приведены процентные изменения курсов за выбранный период.

Используя данную информацию, можно посчитать **максимальное ожидаемое изменение курса с определенной вероятностью**.

Для этого понадобится следующая формула:

$$\begin{aligned} & \text{Максимальное ожидаемое} \\ & \text{изменение курса} = \\ & = -(-Z_a \times \sigma + \mu), \end{aligned}$$

где  $Z_a$  — квантиль нормального распределения вероятности, с которой оценивается ожидаемое изменение курса;

$\sigma$  — стандартное отклонение ежедневных изменений курса;  
 $\mu$  — среднее значение ежедневных изменений курса.

Единственный неизвестный показатель — **квантиль нормального распределения вероятности**.

Но это просто определенное числовое значение, зависящее от вероятности, с которой осуществляется расчет. Так, для вероятности в 95% он будет составлять 1,64, для вероятности в 99% — 2,33. Если нужно осуществить расчет с какой-либо другой вероятностью, то рассчитать значение можно с помощью формулы Excel НОРМСТОБР(0,95), где 0,95 заменяется с 95% на ту вероятность, которая нужна.

В результате, если мы воспользуемся данными таблицы и рассчитаем максимальное ожидаемое изменение курса с вероятностью 95%, то получим цифру 0,04%  $(-1,64 \times 0,05\% + 0,05\%)$ .

Обратите внимание на слово «максимальное». Как уже говорилось, показатель VaR дает достаточно точные данные, если не ожидать от них слишком много. Мы не можем утверждать, что на следующий день с вероятностью в 95% курс доллара США вырастет **на 0,04%**. Мы можем лишь говорить о том, что на следующий день с вероятностью в 95% курс доллара США вырастет **не более чем на 0,04%**. Соответственно, если на следующий день окажется, что курс доллара вырос на 0,03% (или на 0,01%, или не изменился,

или, подключим фантазию, упал), то можно говорить, что мы рассчитали все верно. А вот если курс вырастет на 0,05% и т.д., то придется признать: наш расчет привел к ошибке. Об этом же, кстати, говорит и использованный нами показатель вероятности в 95%: из следующих 100 дней на протяжении 95 из них рост курса не превысит 0,04%, а вот в оставшиеся пять дней курс, скорее всего, вырастет значительно.

Как вы уже заметили, максимальный рост курса был рассчитан за **день**. Но что делать, если нас интересует неделя? Или месяц-два? Самая распространенная здесь ошибка — умножение полученного результата на количество дней в интересующем компанию периоде. В этом случае будет получено слишком большое, но главное, неверное значение.

Значение за день получено, поскольку разница между курсами, отраженная в таблице, составляет один день. Если компании необходимо спрогнозировать, на сколько по-максимуму вырастет курс за **неделю**, ей в ходе анализа нужно использовать курсы с разницей в неделю (например, курс на каждый понедельник). Если за **месяц** — с разницей в месяц (например, на первое число каждого месяца). Если же необходимо спрогнозировать, на сколько максимально вырастет курс за следующие **13 дней**, значит, для анализа выбираются курсы на даты, разница между которыми составляет 13 дней.

## Обмен долгами

Вернемся к компании «А», производящей ткани. Напомним, у нее есть долг перед поставщиком в размере 100 тыс. долл. США (955 млн руб. на дату получения ткани). Если компания не может привязать к доллару США цену на

ткань либо задолженность покупателей, то ей стоит рассмотреть вопрос о получении кредита в белорусских рублях, чтобы оставаться должной рублю банку, а не валюту поставщику.

Напомним также, что «А» необходимо расплатиться за купленные ткани не позднее 15 февраля, то есть можно ожидать, что кредит понадобится компании на месяц — деньги, которые «А» направляла бы на оплату поставщику, компания сможет отдать на погашение кредита.

Предположим, кредит компания может получить под 48% годовых. Соответственно, за месяц «А» выплатит банку проценты в размере 38,2 млн руб. (сумма кредита в размере 955 млн × 48% годовых / 12 месяцев × 1 месяц использования кредита).

Также предположим, будто компания, используя описанную выше методику (рассматривая курсы валюты только на последнее число каждого месяца), рассчитала, что максимально возможный прирост курса за месяц составит 0,88%. Соответственно, если это произойдет, то максимальные потери компании составят 8 362 995 руб. (955 млн валютной задолженности × 0,88%). Какой вариант компании выбрать? Очевидно, для нее лучше **вероятность потерять** 8 с небольшим миллионов на курсовых разницах, чем **гарантированно заплатить** банку 38,2 млн руб. в форме процентов.

Как еще можно заменить валютную задолженность на долг в белорусских рублях? Например, можно рассмотреть вопрос осуществления не импорта тканей, а их приобретения внутри Беларуси за национальную валюту. Действительно, компания потеряет на этом часть прибыли, так как при приобретении ткани внутри республики она не только компенсирует поставщику стоимость ее приоб-

ретения, транспортные, таможенные и другие аналогичные расходы, которые она бы несла и сама, но в цену также будет включена прибыль посредника. И здесь проводить сравнение нужно точно так же: на сколько больше компания заплатит за ткань при приобретении через посредника и сколько она может потерять на изменении курса валют в случае, если займется импортом самостоятельно.

## На кого переложить риск?

Как видно, инструменты замены валютных обязательств на задолженность в белорусских рублях есть, однако в нашем случае они неприменимы. Что же делать, если мы не можем «закрыть» нашу валютную позицию ни увеличением валютных активов, ни сокращением валютных обязательств?

В этом случае избавиться от риска потерь вследствие изменения курсов валют мы не можем. Единственное, что нам остается — **переложить этот риск с наших плеч на чьи-либо другие**.

При этом вариантов немного. Конечно, можно долго рассказать о том, как застраховать валютные риски в страховой компании и переложить их на нее. Либо о том, как переложить валютные риски на банк, воспользовавшись форвардами либо опционами. Но, к сожалению, прямо здесь и сейчас в Беларуси это невозможно. Для форвардов (опционов) нужна прямая покупка-продажа валюты на внебиржевом рынке, а если вам и удастся договориться со страховой компанией о том, чтобы переложить на нее ваши возможные потери, то стоимость полиса, скорее всего, намного превысит ваш валютный риск.

Вариант, при котором вам удастся договориться с иностранным поставщиком об оплате товара в белорусских рублях, чтобы он



потом сам разбирался, что с ними делать, предлагаем отнести к такой же области фантастики, как и ситуацию с банком и страховой компанией.

Нам нужны инструменты, которые вы сможете использовать здесь и сейчас. Поэтому, как ни прискорбно это осознавать, переложить с наших плеч валютный риск мы можем **только на плечи нашего любимого покупателя.**

На практике выразаться это будет, естественно, в увеличении цены реализации, в которую мы кроме необходимого уровня требуемой нам прибыли заложим также и валютные потери, которые мы можем понести до момента, пока покупатель с нами не расплатится.

Описанную методику расчета ожидаемых валютных потерь можно использовать и для перекладывания риска на плечи наших покупателей. Если, к примеру, покупатель просит у нас отсрочку, но при этом ни в какую не согласен на привязку размера платежа к курсу доллара, то мы можем посчитать наши возможные потери на период предоставляемой отсрочки и включить их в цену. И это, кстати, может быть хорошим инструментом для торгов с покупателем по поводу условий договора: либо покупатель соглашается на привязку стоимости отгрузки к доллару США и получает меньшую цену, либо вы отгружаете ему в белорусских рублях без привязки к курсу, но при этом покупатель видит, на сколько в данном случае вырастет цена. И пусть уже, основываясь на своем чувстве и стратегии риска, принимает правильное для него решение.

### Каждому сценарию — свои инструменты

Таким образом, мы изучили, как можно застраховаться от потерь в

результате изменения курсов валют. При этом применимы две модели:

- либо вы пытаетесь «закрыть» имеющуюся у вас открытую валютную позицию, создавая выраженные в иностранной валюте активы или избавляясь от выраженных в ней долгов;

- либо перекладываете валютный риск на своих контрагентов, скорее всего, покупателей.

Также мы рассмотрели конкретные инструменты, позволяющие реализовать на практике тот либо иной подход: привязку цен на реализуемые товары к курсу иностранной валюты, привязку величины задолженности покупателя к курсу, получение кредита в белорусских рублях и погашение за его счет валютной задолженности и др.

Кроме того, мы выяснили, как прогнозировать валютные потери, чтобы не оказаться в ситуации, когда компания потратит на избавление от валютного риска больше, чем она могла бы потерять на изменении курса.

Надеемся, полученная информация будет полезна для вас и вы сможете как разработать свою стратегию поведения на валютном рынке, так и подобрать инструменты, необходимые для ее реализации.

В заключение хотелось бы обратить внимание на следующее.

В финансах, как и в медицине, от разных болезней применяют различные таблетки. И если говорить про динамику курса иностранной валюты, то здесь, на наш взгляд, возможны три варианта:

- плавная девальвация;
- разовая девальвация по сценарию 2009 года;
- разовая девальвация по сценарию 2011 года.

Откровенно говоря, в плановую девальвацию не очень верится. Нашему Нацбанку и так нужно памятник поставить за то, что уже

практически полгода он ее успешно проводит. Но есть опасения, что удавалось это в основном за счет высоких ставок по депозитам в белорусских рублях, которые вечно на таком уровне держаться не могут. Кстати, в последнее время они достаточно быстро и уверенно поползли вниз. Надеемся, у властей имеются другие резервы для осуществления плавной девальвации, и в дальнейшем динамика изменения курса останется пусть не самой позитивной, но стабильной и понятной.

Что касается разовой девальвации, то сценарии 2009 и 2011 годов, по нашему мнению, отличаются не размером этой самой девальвации, а тем, что в 2009 году после ее проведения можно было без проблем купить валюту, тогда как в 2011 году сделать это было невозможно.

Так вот, **не все рассмотренные инструменты применимы для каждого сценария.**

К примеру, если говорить про плавную девальвацию, то в этом случае применимо практически все, о чем мы говорили. Причем у такой девальвации есть преимущество: она достаточно точно просчитывается, в том числе с использованием рассмотренной в статье методики.

Но если мы, например, увеличим покупателю цену, заложив в нее ожидаемые нами потери, то от разовой девальвации это может нас не спасти. Здесь важно понимать (в изученных нами терминах), что мы не создали актив в иностранной валюте, а лишь увеличили величину нашего актива в белорусских рублях. И говорить о защите можно только в том случае, если итоговое изменение курса не превысит величину, которую мы дополнительно заложили в цену.

При разовой девальвации могла бы помочь привязка величины оплаты к курсу доллара США, так как здесь мы не увеличиваем деби-

торскую задолженность на какую-либо величину, и не ждем потом, угадали мы или нет, а крепко привязываем оплату к нужной нам сумме в долларах США. И можем быть уверены, что необходимый нам эквивалент получим.

Однако этот подход может не сработать в случае разовой девальвации по сценарию 2011 года. Необходимый эквивалент в «расценках» Нацбанка мы гарантированно получим, но вот сможем ли купить нужную нам сумму валюты по ним? И тогда здесь либо можно говорить о полном избавлении от валютных долгов, либо же прописывать в договоре пункт наподобие следующего, с которым мы недавно имели счастье ознакомиться: «В случае если продавец потеряет возможность приобретать валюту по курсу, отличающемуся от курса Нацбанка более чем на 2%, продавец вправе

самостоятельно установить курс, по которому будет производиться оплата».

Каждый из приведенных вариантов имеет как свои преимущества (в виде количества сценариев, от которых он страхует), так и свои недостатки (в виде либо непосредственных затрат, либо недополученной прибыли, либо потери конкурентоспособности).

Так, нам известны множество компаний, которые не могут привязывать дебиторскую задолженность к курсу иностранной валюты (вследствие многочисленности мелких отгрузок либо действий конкурентов), но при этом имеют возможность поднимать цену на товар в соответствии с динамикой курса доллара США. Эти компании стремятся к тому, чтобы объем их валютной задолженности поставщику не превышал стоимости товаров, храня-

щихся у них на складе. В результате чуть ли не каждый день производится подобное выравнивание за счет открытой кредитной линии в белорусских рублях.

Наверное, можно согласиться с тем, что при текущей динамике роста курса доллара США и текущих процентных ставках данные компании зарабатывают меньше, чем если бы они полноценно пользовались отсрочками, предоставляемыми иностранными поставщиками. Вместе с тем компании полностью застрахованы от рисков существенных потерь в результате разовой девальвации. И это модель поведения (небольшое недополучение текущей прибыли взамен на защиту от существенных будущих потерь), которую **сознательно** выбрали собственники и которую они **сознательно** реализовывают подобным путем. **ФД**

## В Беларуси оценят всю недвижимость

*Национальное кадастровое агентство предлагает провести в Беларуси массовую оценку недвижимости всех типов.*

Начать создание системы массовой оценки недвижимости всех типов предлагается с пилотного проекта, который пройдет на территории Советского района г. Минска и Кобринского района Брестской области, сообщает БЕЛТА.

Выбор зон для данного проекта не случаен. Кобринский район — среднестатистический в республике как по размеру территории, так и по количеству зарегистрированных на данный момент земельных участков (соотношение незарегистрированных участков к зарегистрированным составляет 40% к 60%). Аналогичное соотношение в Советском районе Минска — 12% к 88%.

В ходе проекта будет разработана и апробирована на примере одного пилотного района методология кадастровой оценки объектов недвижимости по всем назначениям. Также планируется разработать и апробировать методологию массового формирования участков, капитальных строений, изолированных помещений и получить технико-экономическое обоснование затрат на все необходимые мероприятия для проведения работ в рамках всей страны.

Финансирование работ по пилотному проекту в случае его принятия планируется за счет республиканского бюджета. Ориентировочный срок его реализации — год-полтора.

В качестве объектов оценки выступают объекты недвижимости различного функционального использования.

Ожидается, что апробированный на Кобринском районе пилотный проект позволит в полной мере почувствовать все нюансы технологии массовой оценки и массового формирования недвижимости и сориентировать по уровню затрат на проведение такой работы в целом для страны. Кроме того, проект позволит определить эффект от использования результатов массовой оценки и массового формирования для различных целей, определить внесение необходимых изменений в законодательные акты.

Что касается Советского района г. Минска, то на его примере наиболее показательными будут изменения налоговых поступлений в результате уплаты налога на недвижимость, так как рыночная стоимость недвижимости в столице более высока, чем в регионах.

По материалам  
www.profmedia.by