



Марек Йохец

АССОЦИИРОВАННЫЙ ПРОФЕССОР ФИНАНСОВ
ВЫСШЕЙ ШКОЛЫ БИЗНЕСА НАЗАРБАЕВ УНИВЕРСИТЕТА

ВОТ И ПУСТИЛСЯ КУРС В ПЛАВАНИЕ...

19 и 20 августа Национальный банк РК впервые сначала ослабил, а затем и вовсе снял пояс фиксированности валютного курса тенге по отношению к доллару. Данный шаг был вполне ожидаем, если брать во внимание, что за несколько дней до этого была проведена девальвация китайского юаня, а российский рубль достиг своего исторического минимума. Затруднения в развитии экспортной торговли стали невыносимыми. Свою роль сыграло и осложнение в поддержке тенге государством вследствие падения доходов от экспорта нефти, так как цена за Brent достигла 15-летней минимальной отметки.



Перевод на русский язык
Айданы Есенгалиевой,
Высшая школа бизнеса Назарбаев Университета

С одной стороны, это не такие уж плохие новости. Цена за доллар, определяемая рынком, лучше, чем искусственно установленный правительством курс. Поддержка тенге, на которую тратились валютные резервы, наконец-то подошла к концу. Котировки валют теперь будут отражать действительность нефтегазового сектора, рынка товаров потребления, трудового рынка, прямых иностранных инвестиций и уровень экспорта/импорта. Рынок иностранных валют в Казахстане станет производной таких сил, как спрос и предложение на вышеуказанных рынках.

С другой стороны, чего нам и будет не хватать, так это стабильности и предсказуемости старого доброго режима. Компаниям придется подстраиваться под новые реалии постоянно меняющегося курса валют, по которым будут тратиться или поступать денежные средства, а также строиться планы в перспективе.

Как изменения могут повлиять на жизнь казахстанцев и местных компаний?

Предприятия, ведущие свой бизнес в тенге, но подверженные влиянию со стороны доллара (например, когда импортируемые товары используются как производственные ресурсы), должны теперь справляться с еще большей неопределенностью: в случае неблагоприятного изменения в обменном курсе затраты, привязанные к доллару, могут негативно сказаться на прибыли в тенге. Таким образом, казахстанские компании теперь должны следить за своими валютными рисками наряду с другими угрозами.

Минимизация рисков

Подверженность валютному риску может исходить из различных источников. Обычно выделяются три основных: транзакционные риски, операционные риски и трансляционные риски.



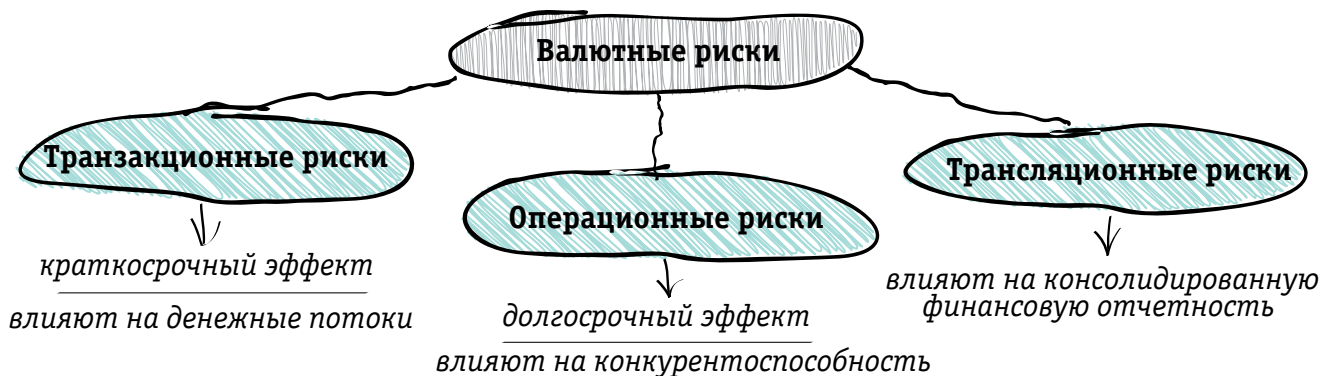
ЕСЛИ КОМПАНИЯ НЕ ХОЧЕТ НЕСТИ ТРАНЗАКЦИОННЫЕ РИСКИ, ЕЙ СЛЕДУЕТ ИХ ХЕДЖИРОВАТЬ. НАИБОЛЕЕ РАСПРОСТРАНЕННЫЕ ВАРИАНТЫ – КОНТРАКТНОЕ И ИСКУССТВЕННОЕ ХЕДЖИРОВАНИЕ.



Транзакционные риски относятся к единовременным операциям, когда счета к оплате и получению выражены в разных валютах. Данный риск относится к компаниям, которые ведут свой бизнес внутри страны, но здесь и там закупают или продают за границу. В данном случае необходимо решать, заключать ли данную сделку, приняв во внимание риски, связанные с новой неопределенностью. Можно ничего не делать и взять на себя возникшие риски; в таком случае компания использует текущий обменный курс, оплачивая счета или получая валюту. Результат может быть как благополучным, так и отрицательным: хорошие ставки валют в будущем могут принести дополнительный доход, в то время как неблагоприятные изменения курса приведут к потерям. Негативное изменение котировок может даже превратить некогда прибыльную сделку в убыточную.

Если компания не хочет нести эти дополнительные риски, ей следует их хеджировать. Наиболее распространенные варианты – контрактное и искусственное хеджирование.

Контрактное хеджирование подразумевает использование договора: форвардного контракта (внебиржевой договор с банком или валютные фьючерсы) или опционы (на куплю/продажу иностранной валюты). К сожалению, рынок тенге еще не предоставляет данные инструменты. Плавающий курс создает возможности для формирования рынка деривативов в Казахстане. Но даже в отсутствие валютных деривативов, предположив, что какая-то часть изменений курса тенге к доллару была вызвана изменениями в цене на Brent, можно создать перекрестное хеджирование (cross hedge), используя деривативы на цену за баррель (фьючерсы или опционы) вместо деривативов на тенге. Тот, кто хочет защитить себя от дальнейшей девальвации тенге,



может продать фьючерсы на нефть. Если цена за Brent пойдет вниз, позиция продавца сгенерирует дополнительный доход в долларах, перекрывающий падение тенге (что ожидаемо в данной ситуации). Если цена за Brent пойдет вверх, экспортируемая нефть принесет в страну доллары, часть из которых будет потрачена государством на внутренние проекты (т.е. конвертируется в тенге). Это должно положительно сказаться на курсе национальной валюты. Прибыль от повышения курса компенсирует будущие потери от фьючерса. Для перекрестного хеджирования также можно использовать фьючерсы или опционы на российский рубль, так как курс тенге в какой-то степени взаимосвязан с курсом рубля.

Валютные форвардные или фьючерсные контракты (фьючерсы – всего лишь стандартизированная форма внебиржевых форвардов) – это договора на будущую куплю/продажу определенного количества иностранной валюты в определенный момент времени по определенному курсу. Для того чтобы войти в данный договор, ничего заранее оплачивать не нужно, кроме транзакционных затрат (которые дилер может потребовать с клиента). Опционный контракт также дает покупателю право на куплю/продажу определенного количества иностранной валюты в определенный момент времени по определенному курсу; покупатель должен оплатить стоимость контракта (опционный премиум) заранее. Используя такие контракты, компания может снизить или вовсе ликвидировать свои риски по изменениям в курсе валют; она может зафиксировать будущую котировку посредством покупки определенного количества форвардных контрактов на иностранную валюту или посредством приобретения опциона на покупку валюты, с помощью которой компания устанавливает потолок на будущие колебания в курсе.

Если рынок форвардов недоступен, то любой участник рынка может создать искусственное хеджирование (synthetic hedge). Под ним в данном контексте понимается то, что компания может использовать два или несколько других контрактов, для того чтобы воссоздать похождение на форвардные денежные потоки. Рассмотрим снова компанию, которая ожидает в будущем денежные затраты в конвертируемой («твердой») валюте. Данная компания может занять средства в тенге на внутреннем рынке (используя счета к получению в качестве

залога, если потребуется), обменять их на доллары по текущей валютной ставке и внести эти деньги на депозит со сроком до момента оплаты средств по счету. Когда наступит время платежа, следует закрыть депозит и использовать полученные средства для оплаты по счету. Эффективная стоимость счетов к оплате на внутреннем рынке тогда будет являться тем количеством денег, которые требуются, для того чтобы погасить обязательства (учтите, используя данный метод, не надо ничего заранее оплачивать, как и в форвардных контрактах). Поскольку срок действия использованных обязательств и депозитов меньше года, такой вид хеджирования также называется «хеджированием денежного рынка», где денежный рынок (money market) является рынком краткосрочных обязательств/активов.

Хеджирование, будь оно контрактное или искусственное, может быть создано как полностью, так и частями. Например, компания может использовать контрактное хеджирование на всю стоимость счетов к оплате или же захеджировать только ее часть (например, половину). С рисками, покрытыми только половиной, потенциальные доходы/расходы будут уменьшены также наполовину, если сравнивать с позицией без хеджирования.

Иногда может случаться «естественное хеджирование», которое происходит, когда приток иностранной валюты равен его оттоку (например, если компоненты для производства товара закупаются из той же страны, куда готовая продукция экспортируется). Если их стоимость примерно равна, доход от продажи может использоваться для оплаты составных частей.

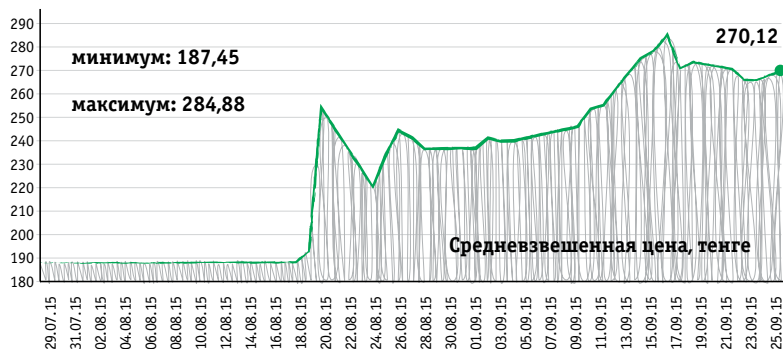
Операционные риски (иногда называемые экономическими рисками) – это риски, с которыми компания сталкивается при частом или постоянном взаимодействии с иностранными партнерами; это сумма всех транзакционных рисков. Данные риски влияют в средней и долгосрочной перспективе, так как меняющиеся валютные курсы оказывают воздействие на равновесие на рынке (в краткосрочной перспективе большинство контрактов уже оговорены, так что они инертны к изменениям курса валют). Операционные риски несут больше фундаментальных угроз: если компания может позволить себе потерять деньги по единичным транзакциям, то в долгосрочной перспективе прибыльность компании является вопросом жизни и смерти.



ОПЕРАЦИОННЫЕ РИСКИ НЕСУТ БОЛЬШЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ УГРОЗ: ЕСЛИ КОМПАНИЯ МОЖЕТ ПОЗВОЛИТЬ СЕБЕ ПОТЕРЯТЬ ДЕНЬГИ ПО ЕДИНИЧНЫМ ТРАНЗАКЦИЯМ, ТО В ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ ПРИБЫЛЬНОСТЬ КОМПАНИИ ЯВЛЯЕТСЯ ВОПРОСОМ ЖИЗНИ И СМЕРТИ.



Рис. 1. Курс USD/KZT за 60 дней



Источник: данные KASE.

Трансляционные риски исходят из влияния валютного курса на финансовые отчеты компании: например, прибыль, полученная в иностранной валюте зарубежными филиалами, должна конвертироваться в валюту, используемую компаний в консолидированной отчетности о доходах; стоимость активов/обязательств в иностранной валюте также должна быть переведена в валюту балансовой отчетности и т.д. Последствия, оказываемые на бухгалтерскую отчетность и налогообложение меняющимися курсами валют, могут быть довольно сложными. При условии, что бухгалтерская отчетность не оказывает никакого влияния на cash flows (accounting doesn't matter), финансисты больше фокусируются на транзакционных и операционных рисках, оставив трансляционные риски бухгалтерам и аудиторам. Тем не менее, данные угрозы могут влиять на денежные потоки. Например, долговые ковенанты могут быть привязаны к определенным производным балансовой отчетности. Негативные изменения в котировках курса, таким образом, могут повлиять на производные и вызвать необходимость досрочного погашения долга.

В текущей глобализированной экономике риски любой компании чаще всего становятся операционными, нежели транзакционными. Даже предприятия, которые полностью ведут свой бизнес в тенге, подвержены риску изменения курса валют: обменный курс определяет, насколько конкурентоспособна компания по сравнению с иностранными игроками или импортерами, кто извлечет выгоду, а кто проигрывает. Например, объем рынка компании может уменьшиться или увеличиться в ответ на изменения в курсе валют, даже если она закупает и продает товары локально.



ЧЕМ МЕНЬШЕ РАЗМЕРЫ ЭКОНОМИКИ, ТЕМ БОЛЬШЕ ПОДВЕРЖЕНЫ КОМПАНИИ ВАЛЮТНОМУ РИСКУ. ЭТО ПРОИСХОДИТ ПОТОМУ, ЧТО У ТАКИХ СТРАН БОЛЬШОЙ ОБЪЕМ ТОВАРОВ И УСЛУГ, КОТОРЫЕ ИМПОРТИРУЮТСЯ ИЛИ ЭКСПОРТИРУЮТСЯ.



В условиях неопределенности

Чем меньше размеры экономики, тем больше подвержены компании валютному риску. Это происходит потому, что у таких стран большой объем товаров и услуг, которые импортируются или экспортируются. Это одна из причин, почему европейские страны стремились к общей валюте. В последнее время мы иногда слышим критику евро от разных сторон, тем не менее, евро верно служит своей основной цели. Данная валюта устраняет неопределенность между взаимосвязанными европейскими компаниями, дав возможность для спроса и предложения товаров вне границ, обеспечивая тем самым потребителей всей Европы.

До сих пор мы обсуждали эффект плавающей курсовой ставки на компанию. Нефиксированная ставка также влияет на рядовых жителей, потому что и они сталкиваются с неопределенностью, когда дело доходит до накоплений, обмена валют (скажем, в туристических целях) или когда требуется купить импортируемый товар. Некоторых может заманить возможность спекуляции на валютном рынке (что разрешено на свободных рынках, но рискованно). С нарастающей волатильностью в курсе валют спекуляция становится более заманчивой, но в то же время дорогостоящей. Возросшая неопределенность принудит финансовые институты расширить спред (разницу между ценой покупки и продажи валюты) для покупателей. Это уже происходит (например, Altyn Bank, клиентом которого является автор, повысил спред на обмен доллара через интернет банкинг с трех тенге до четырнадцати на момент написания статьи).

В среде с волатильным обменным курсом некоторые могут пытаться определить будущую ставку. Многие эксперты будут предлагать услуги прогнозирования курса. Однако это очень трудно, если не невозможно. Есть множество доказательств, что даже крупные инвестиционные банки с мировой известностью не могут определить будущие котировки. Валютный рынок является самым эффективным рынком на данный момент вследствие огромных объемов транзакций, когда влияние на цену невозможно (по крайней мере, на главных рынках, например, доллар/евро). Ожидаемые тренды, такие как процентные ставки и инфляция, платежный баланс стран и т.д. уже отражены в текущих или будущих котировках, и только новая информация окажет дополнительное влияние.