

# Обзорная статья

№31

Январь 2006



Авторы данной Обзорной статьи – Скотт Фетерстон, консультант, Элизабет Литтлфилд, генеральный директор CGAP и Патриция Мванги, специалист в области микрофинансирования, CGAP.

Консультативная группа помощи бедным (CGAP) – это консорциум объединяющий 31 агентства развития, поддерживающий микрофинансирование. Более детальная информация на веб-сайте CGAP ([www.cgap.org](http://www.cgap.org)).



MICROFINANCE CENTRE  
for Central and Eastern Europe and the New Independent States

Русская версия этого документа переведена, отредактирована и опубликована Центром Микрофинансирования для Центральной и Восточной Европы и Стран СНГ.

Для того, чтобы получить печатную версию, пожалуйста, свяжитесь с МФЦ по электронной почте: [microfinance@mfc.org.pl](mailto:microfinance@mfc.org.pl)

Koszykowa 60/62 m.52  
00-673 Warsaw, Poland

Тел.: +48 22 622 34 65  
Факс: +48 22 622 34 85

Эл.почта:  
[microfinance@mfc.org.pl](mailto:microfinance@mfc.org.pl)

вэб-сайт:  
[www.mfc.org.pl](http://www.mfc.org.pl)

## ВАЛЮТНЫЙ РИСК В МИКРОФИНАНСИРОВАНИИ: ЧТО ЭТО ТАКОЕ И КАК ИМ УПРАВЛЯТЬ?

### Введение

Многие кредитные микрофинансовые организации (МФО) неадекватно управляют своей зависимостью от валютного риска. У валютного риска есть, по крайней мере, три составляющие: (1) риск девальвации или обесценивания, (2) риск конвертируемости и (3) риск перевода средств.

Риск девальвации или обесценивания, как правило, возникает в микрофинансировании, когда МФО получает заем в иностранной валюте, обычно в долларах США (\$) или евро, а затем предоставляет займы из этих средств в местной валюте (МВ). Тогда МФО имеет обязательства в твердой валюте, а активы в МВ (в этом случае в балансовом отчете МФО содержится т.н. «валютное несоответствие»). Колебания относительной стоимости этих двух валют могут неблагоприятно сказаться на финансовой жизнеспособности организации.

Риск конвертируемости – это еще один возможный компонент валютного риска. В данной статье риск конвертируемости – это риск того, что национальное правительство не продаст иностранную валюту заемщикам или другим лицам, имеющим обязательства, выраженные в твердой валюте. Риск перевода – это риск того, что национальное правительство не позволит, чтобы иностранная валюта независимо от ее источника, ушла за пределы страны.

Поскольку МФО работают в развивающихся странах, где риск обесценивания валюты наиболее высок, они особо подвержены валютному риску. И, как это может наблюдать любой «ветеран» реструктуризации суверенного долга 1980-90-х гг., риски конвертируемости и перевода, хотя и менее распространенные, чем риск девальвации или обесценивания, также периодически наблюдаются в развивающихся странах. Тем не менее, недавнее исследование МФО, проведенное Консультативной группой по оказанию помощи малоимущим (CGAP)<sup>1</sup>, демонстрирует, что 50% МФО ничего не предпринимают, чтобы защититься от валютного риска. Те, кто не защищается от воздействия – или защищается только частично, – имеют для этого несколько причин. Не всегда обязательно хеджировать 100% валютного риска. Однако результат исследования указывает на общее отсутствие понимания валютного риска и степень его воздействия на МФО.

Основная цель данной Обзорной статьи – повысить осведомленность микрофинансового сектора в вопросах, связанных с валютным риском. Во-первых, в ней объясняется, что такое валютный риск. Во-вторых, в ней рассматриваются приемы, применяемые МФО и инвесторами для управления этим риском. И, наконец, в ней даются рекомендации по управлению валютным риском и избежанию его.

<sup>1</sup> Обзор потребностей в финансировании, CGAP/MIX (см. Гиватуры и Дж.Абрамс, “Рынки для микрофинансовых иностранных инвестиций: возможности и проблемы”, представлен на Симпозиуме KfW по развитию финансового сектора).



Создание финансовых услуг для малоимущих



## Что такое валютный риск в микрофинансировании?

Чаще всего валютный риск возникает, когда колебания относительной стоимости валют влияют на конкурентоспособность или финансовую жизнеспособность организации.<sup>2</sup> У МФО этот риск девальвации или обесценивания обычно возникает, когда МФО занимает деньги в иностранной валюте а выдает их в виде займа в МВ.

Финансирование в иностранной валюте дает МФО множество потенциальных преимуществ. Оно может обеспечить капиталом, который не доступен на местном уровне; оно может помочь в привлечении национальных средств; его условия могут быть удобными и гибкими; иностранные кредиторы могут в будущем стать инвесторами в акционерный капитал; обычно, оно более доступно, чем внутренние средства.

Если обязательства, выраженные в иностранной валюте (например, займы в долларах или евро), уравновешены равной суммой активов, выраженных в той же иностранной валюте (например, инвестиции в долларах или евро), то колебания валютного курса не навредят МФО. Но если обязательства в иностранной валюте не уравновешены активами в иностранной валюте, то существует валютное несоответствие. МФО может переживать значительные потери, когда стоимость МВ снижается (или теряет ценность) по отношению к иностранной валюте, т.к. это означает, что стоимость активов МФО падает по отношению к ее обязательствам.<sup>3</sup> Это увеличивает сумму в МВ, необходимую для обеспечения выплаты долга в иностранной валюте.

Допустим, что МФО берет займы \$500.000. Это исключительно процентный кредит<sup>4</sup> на 3 года с фиксированной ставкой 10% годовых, по которому проценты выплачиваются каждые 6 месяцев. В момент получения займа валютный курс составляет \$1:10 МВ, а долг МФО эквивалентен 5,0 млн. в МВ.

Если МВ будет обесцениваться каждые 6 месяцев на 5%, то ко времени истечения срока займа необходимо будет 6,7 млн. в МВ, чтобы выплатить основную сумму займа в долларах США. Если принять это во внимание,<sup>5</sup> то исходная фиксированная процентная ставка по займу 10% в год в действительности поднимается до 21%.<sup>6</sup> Само по себе обесценивание фактически добавляет 11% к процентной ставке - повышение более чем на 100% к исходной фиксированной номинальной процентной ставке.

Если стоимость МВ развивающейся страны резко снизится до \$1:30 МВ за 1 год займа, то результат будет еще более плачевным. МФО потребуется 15 млн. в МВ, чтобы выплатить основную сумму кредита в долл. США ко времени

истечения срока кредита, что составит повышение в 300% в МВ. Эффективная процентная ставка будет 59%, т.е. 400% выше начальной фиксированной ставки в 10% годовых.<sup>7</sup>

Это еще не вся суть валютного риска. На МФО, кроме риска неустойчивого курса валюты, часто влияют риски конвертируемости и перевода в той же степени, что и на любую другую организацию, имеющую международные обязательства, выраженные в твердой валюте. В обоих случаях — и в случае риска конвертируемости, и в случае риска перевода — у МФО есть возможности осуществлять платежи в твердой валюте, но она не может этого сделать из-за установленных национальным правительством ограничений или запретов на продажу иностранной валюты или перевод твердой валюты за пределы страны.

## Что предпринимают МФО и инвесторы в отношении валютного риска?<sup>8</sup>

У организаций, подверженных валютному риску, есть три варианта. Во-первых, они могут решить ничего не делать со своей подверженностью и принять последствия изменений стоимости валют либо возможность того, что их правительство может наложить ограничения на доступность или перевод иностранной валюты. (Подход “ничего неделания” не рекомендуется, по крайней мере, при значительной подверженности риску). Во-вторых, они могут «хеджировать» себя от этого воздействия. Например, могут приобрести финансовый инструмент, который защитит организацию от последствий неблагоприятных изменений в курсах иностранной валюты. Наконец, после внимательного изучения рисков, они могут принять позицию, в соответствии с которой их риски будут частично хеджированы. Исследование CGAP<sup>9</sup> показывает, что только 25% МФО, имеющих преобладаю-

<sup>2</sup> См. К.Эвн (Eun, C.) и Б.Ресник (B. Resnick). 2004. *Международный финансовый менеджмент*. McGraw Hill Irwin, с. 26.

<sup>3</sup> См. Приложение А, чтобы больше узнать о том, почему изменяется относительная стоимость валюты.

<sup>4</sup> Исключительно процентный кредит – это кредит, по которому до истечения его срока выплачиваются только проценты, а основная сумма погашается в конце срока одним платежом.

<sup>5</sup> Эффективная процентная ставка рассчитывается путем определения внутренней нормы доходности, т.е. учетной ставки, обеспечивающей денежные потоки с чистой текущей стоимостью = 0.

<sup>6</sup> См. Сценарий 1 в Приложении В.

<sup>7</sup> См. Сценарий 2 в Приложении В.

<sup>8</sup> Данный раздел подготовлен на основе нескольких недавно опубликованных статей, в т.ч.: Хольден П. (Holden, P) и Хольден С. (S. Holden), 2004, *Валютный риск и микрофинансовые организации: обсуждение вопросов*; Крабб П. (Crabb, P.), 2003, *Практика управления валютным риском для микрофинансовых учреждений, 2003*; Women's World Banking, 2004, *Управление валютным риском в микрофинансировании*.

<sup>9</sup> Из 216 МФО, участвовавших в опросе, проведенном CGAP, 105 (т.е. почти половина) указали, что они пользуются займами в твердой валюте.

## Пример 1. Традиционные инструменты хеджирования

Thaneakea Phum Cambodia (TPC) – это МФО в Камбодже, которая часто выдает займы в тайландских батах (ТНВ) клиентам, проживающим на границе Камбоджи и Таиланда. В начале 2003 г. ТРС взяла займы 655.100 евро на краткосрочной (3 месяца) основе и выдала эти средства в виде займов в ТНВ. Чтобы защитить себя от неблагоприятных изменений валютного курса евро–ТНВ, ТРС приобрела форвардный контракт. Этот контракт обязал ее в будущем продавать ТНВ и покупать евро в том количестве, чтобы она была в состоянии погасить свой заем в 655.100 евро с обязательными процентами. С помощью приобретения форвардного контракта ТРС смогла уменьшить свою подверженность неблагоприятным изменениям обменного курса евро–ТНВ.

(Источник: Societe Generale)

щую часть кредитов в иностранной валюте, хеджируются от риска обесценивания и девальвации, а 25% - хеджируются частично. Меньшинство все еще пытается ограничить или свести к минимуму риск конвертируемости и перевода.

Хеджирование - дело дорогое и, как показывает практика, довольно сложное. Поскольку финансовые рынки в странах, где работает большинство МФО, слаборазвитые, стоимость хеджирования, плюс мелкие валютные транзакции, которые обычно проводит МФО, может быть значительной и покажется непомерно высокой. В некоторых странах хеджирование, как продукт может быть недоступно. Более того, продолжительность займа в твердой валюте обычно дольше, чем продолжительность предлагаемых продуктов хеджирования. Тем не менее, некоторым МФО и инвесторам в микрофинансовом секторе удается хеджировать или каким-либо другим образом закрыть воздействие валютного риска. Ниже дается краткое описание наиболее распространенных методов.

### Почему МФО не хеджируются от валютного риска?

Хеджирование обходится слишком дорого	20%
Местная валюта кажется стабильной	20%
МФО может позволить себе риск	20%
Другие причины*	40%

\*Другие причины включают следующее:

“Мы никогда над этим не задумывались!”

“[к инструменту хеджирования] нелегко получить доступ.”

“[Хеджирование] нам не подходит, потому что оно слишком дорогое.”

“Риск добавлен к процентным ставкам, которые мы взимаем [с клиентов].”

## Традиционные инструменты хеджирования

Существует множество традиционных инструментов, с помощью которых хеджируют валютный риск:

- **Форвардные контракты и фьючерсы** – соглашения, заключенные для обмена или продажи иностранной валюты по определенной цене в будущем. (См. Пример 1.)
- **Своп** — операция одновременного обмена (или продажи) определенной суммы иностранной валюты в настоящее время и перепродажи (или обратной покупки) этой валюты в будущем
- **Опцион** – инструменты, предоставляющие право выбора (а не обязывающие) купить (опцион покупателя [«колл»]) или продать (опцион продавца [«пут»]) иностранную валюту в будущем, как только цена этой валюты достигнет определенной, предварительно оговоренной страйк-цены.

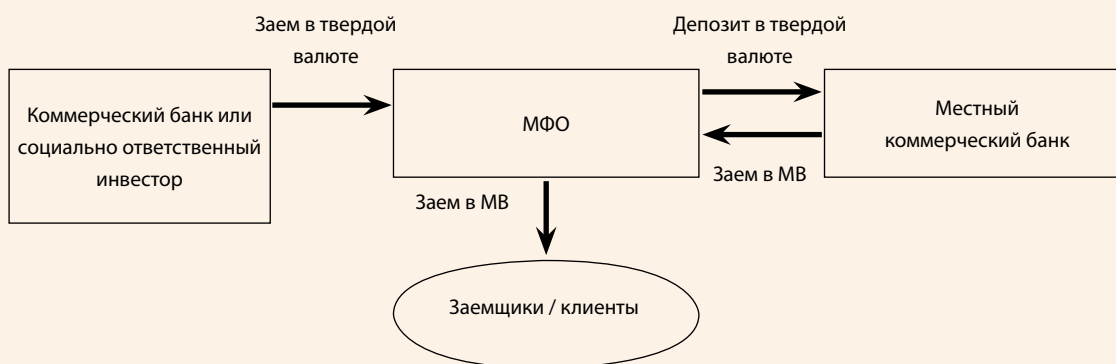
### Преимущества

- Использование традиционных инструментов хеджирования устраняет подверженность МФО потерям капитала в результате обесценивания МВ.
- Использование этих инструментов обеспечивает доступ к капиталу, который может быть недоступен на местном уровне, или доступ к капиталу на более благоприятных и гибких условиях, по сравнению с местными условиями.
- Использование этих инструментов обеспечивает средства для устранения риска конвертируемости или перевода с помощью своп-операций.

### Недостатки

- Многие финансовые рынки в странах, где действует большинство МФО, не поддерживают эти инструменты: однако есть доказательства, что использование

## Схема 1. Компенсационное кредитование



этих инструментов начинает появляться в отдельных развивающихся странах.<sup>10</sup>

- Стоимость использования этих инструментов может быть непомерно высокой из-за малой суммы транзакций в иностранной валюте, которые обычно проводят МФО. Также срок иностранных займов часто превышает срок продуктов хеджирования, предлагаемых на неразвитых местных финансовых рынках.
- Вопросы кредитоспособности могут усложнить приобретение для МФО таких производных инструментов.

## Компенсационное кредитование

В настоящее время компенсационное кредитование – это наиболее широко распространенный в микрофинансовом секторе метод хеджирования от риска девальвации или обесценивания. Тем не менее, механизм компенсационного кредитования может подвергнуть МФО кредитному риску местного банка в той мере, что и депозит в иностранной валюте, размещенный в этом местном банке, чтобы заставить его выдать МФО заем, выраженный в местной валюте. Более

того, большинство компенсационных займов структурированы таким образом, что они ничего не дают для того, чтобы защитить МФО от рисков конвертируемости и перевода.

Эта структура, как правило, приводит к тому, что МФО берет заем в иностранной валюте и депонирует его в местном банке. Используя этот депозит в качестве наличного залога или квази-формы залога, предоставив местному банку договорное право компенсации за счет депозита, МФО затем берет заем, выраженный в МВ, который использует для финансирования своего кредитного портфеля. Обычно заем в МВ – без леввереджа. То есть, депозит в иностранной валюте обеспечивает полную безопасность отечественному банку. Как только МФО погашает внутренний заем, местный банк разрешает использование депозита в иностранной валюте, который затем используется для погашения первоначального кредиторского займа, выраженного в иностранной валюте. (См. Схему 1 и Пример 2.)

<sup>10</sup> Корея, Индия, Индонезия, Филиппины, Таиланд, Чехословакия, Венгрия, Польша, Словакия, Мексика, Южная Африка, Бразилия и некоторые другие имеют, в той или иной мере, рынки таких производных инструментов (там же, с. 15).

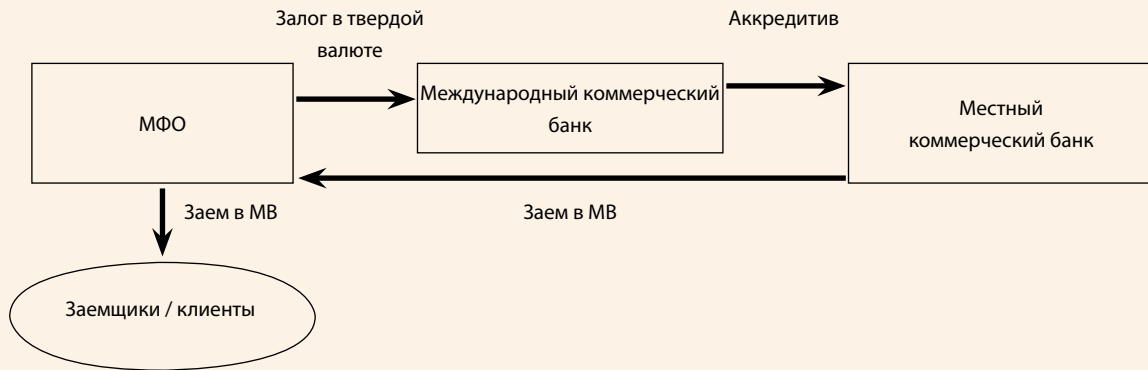
<sup>11</sup> Хольден (Holden) и Хольден (Holden), с. 8.

## Пример 2. Компенсационное кредитование

Колумбийский и доминиканский филиалы организации Women's World Banking (WWB) помещают свои займы в долларах США на депозит в коммерческий банк. Этот банк, в свою очередь, выдает заем в МВ этим филиалам. Депозит в \$ принимается как залог по отношению к займу в МВ. В некоторых странах один банк может и получать, и выдавать вышеназванные депозит и займы, тогда как в других, например, в Колумбии, только филиал иностранного банка может принять депозит в \$, в то время как местный банк выдает заем в МВ. WWB внимательно рассматривает финансовый потенциал учреждения, принимающего депозит. Она также изучает наличие и уровень доступного страхования депозитов, чтобы защититься от риска потери ее филиалами депозита, если учреждение, владеющее им, обанкротится.

(Источник: WWB, Управление валютным риском в микрофинансировании, 2004)

## Схема 2. Аккредитив



### Преимущества

- Не грозит потерей капитала в случае обесценивания МВ.
- Обеспечивает доступ к капиталу, который может быть недоступен на местном уровне, и помогает мобилизовать местные средства.
- Обеспечивает доступ к капиталу, на более благоприятных и гибких условиях по сравнению с теми, которые предлагаются на местном уровне.

### Недостатки

- Все еще подвержен увеличению издержек на обслуживание долга, в случае обесценивания МВ.
- Необходимо выплатить проценты по местному займу и разницу между процентом, взимаемым кредитором (в твердой валюте), и процентом, получаемым по депозиту в твердой валюте.
- Подвержен рискам конвертируемости и перевода, которые могли бы ограничить доступ к иностранной валюте или запретить переводы иностранной валюты за пределы страны, сделав таким образом невозможным для МФО, во всем остальном кредитоспособной, погашение ее займа в твердой валюте. Поэтому маловероятно, что инвестор в таком случае предоставит заем.
- Подвержен кредитному риску по депозиту в твердой валюте, в случае банкротства местного банка.

## Аккредитивы

Метод использования аккредитивов во многом подобен методу компенсационного кредитования и используется некоторыми более крупными МФО. Используя метод аккредитивов, МФО предоставляет залог в твердой валюте, обычно в форме денежного депозита, международному коммерческому банку, который затем предоставляет аккредитив местному банку. Иногда местный банк является филиалом международного коммерческого банка (как отделение или филиал компании), либо местный банк может иметь корреспондентские банковские отношения с международным банком. Иногда два банка не связаны между собой. Местный банк, используя аккредитив как залог, предоставляет МФО заем в местной валюте. (См. Схему 2 и Пример 3.)

### Преимущества

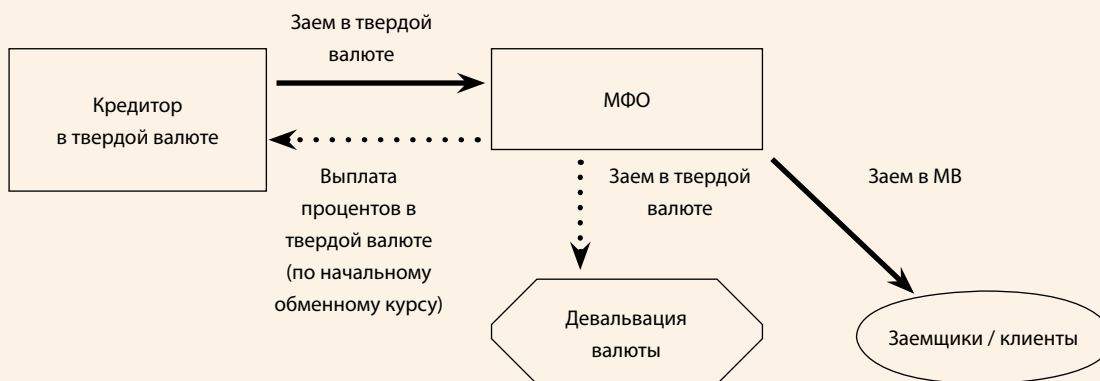
- Не грозит потерей капитала в случае обесценивания МВ (защищает от риска девальвации или обесценивания).
- Может усиливать действие денежного депозита и аккредитива для предоставления более крупного местного займа.

## Пример 3. Аккредитивы

Al Amana (AA) – МФО, расположенная в Марокко, недавно обратилась за поддержкой к USAID для увеличения своего кредитного портфеля. USAID выдала AA заем в долларах США. AA разместила эти средства в филиале Societe Generale (SG) в Соединенных Штатах. Используя этот депозит как залог, SG выдал аккредитив в евро Societe Generale Marocaine de Banque (SGMB) в Марокко. В обмен на этот аккредитив SGMB выдал заем AA в местной валюте Марокко – дирхамах. Таким образом, была снижена подверженность AA неблагоприятным колебаниям валютного курса \$-дирхам.

(Источник: Societe Generale)

### Схема 3. Займы в МВ, подлежащие оплате в твердой валюте, с использованием счета для девальвации валюты



- Обеспечивает доступ к капиталу, который может быть недоступен на местном уровне, и позволяет привлечь местные средства.
- Не подвержен кредитному риску местного банка, поскольку в местный банк не вносится на депозит твердая валюта.
- Не подвержен риску конвертируемости или перевода, поскольку нет необходимости переводить твердую валюту за границу.

#### Недостатки

- Все еще грозит увеличением издержек на обслуживание долга, в случае обесценивания МВ.
- Более сложно осуществить, чем компенсационное кредитование.
- Некоторые местные банки не желают принимать аккредитив вместо других форм залога. Эти банки могут требовать каких-либо «дополнительных» гарантий кредита в форме денежного залога, залога кредитного портфеля и т.д. Плата за аккредитив увеличивает стоимость транзакции.

### Займы в местной валюте, подлежащие оплате в твердой валюте, с использованием счета для девальвации валюты

В соответствии с этим соглашением,<sup>12</sup> кредитор выдает заем в твердой валюте, который должен погашаться также в твердой валюте, переведенной по обменному курсу, который существовал при выдаче займа МФО. МФО конвертирует этот заем в местную валюту для создания своего кредитного портфеля. На протяжении срока действия займа, кроме регулярной выплаты процентов, МФО также вносит предварительно согласованные суммы<sup>13</sup> в твердой валюте на «счет девальвации валюты». (См. Схему 3 и Пример 4.)

При наступлении срока погашения займа основная сумма выплачивается в соответствии с первоначальными валютными курсами, а дефицит компенсируется со счета деваль-

<sup>12</sup> См. WWB, Управление валютным риском в микрофинансировании, с. 6, где представлено детальное обсуждение этих соглашений.

<sup>13</sup> Размер этих депозитов определяется исторической оценкой обесценивания местной валюты по сравнению с твердой валютой.

### Пример 4. Займы в МВ, подлежащие оплате в твердой валюте, с использованием счета девальвации валюты

Фонд Форда (ФФ) выдал заем в долларах США Кенийскому женскому финансовому трасту (KWFT). Он был конвертирован в МВ. Основная сумма займа, которую KWFT был должен к сроку погашения, установлена как сумма в МВ. Чтобы защитить ФФ от обесценивания кенийского шиллинга, ФФ открыл счет девальвации валюты, первоначально профинансированный через грант ФФ. KWFT должен внести на счет заранее установленные суммы в \$ (на основании среднего показателя обесценивания кенийского шиллинга по отношению к \$ за 10 лет). При наступлении срока погашения KWFT выплачивает основную сумму, установленную в местной валюте и конвертированную в \$ по преобладающему обменному курсу, плюс средства, находящиеся на девальвационном счете. Если денег на счете недостаточно для покрытия основной суммы в \$, то ФФ несет убытки. Если средств больше, то излишек возвращается KWFT.

(Источник: WWB, Управление валютным риском в микрофинансировании, 2004)

вазии валюты. Если на этом счету большая сумма, чем необходимо, остаток возвращается МФО. Если сумма меньше, то кредитор терпит убытки. Таким образом, по этому соглашению валютный риск разделен между МФО и кредитором. Это соглашение может видоизменяться в соответствии с тем уровнем риска, который готовы понести МФО и кредитор.

#### Преимущества

- Риск обесценивания МВ разделен между МФО и кредитором, а риск МФО ограничен.
- Обеспечивает доступ к капиталу, который может быть недоступен на местном уровне, и помогает привлечь местные средства.
- Потенциально имеет более благоприятные и гибкие условия по сравнению с теми, что предлагаются на местном уровне.

#### Недостатки

- Кроме регулярной выплаты процентов необходимо вносить депозиты в твердой валюте на «счет девальвации валюты».
- Все еще подвержен непредсказуемым расходам в местной валюте для выплаты процентов и депозитов на счет девальвации, в случае обесценивания МВ.
- В зависимости от того, где размещен счет девальвации валюты, может подвергаться рискам конвертируемости и перевода. Риски сводятся к минимуму, если счет находится в оффшорной зоне.

### Самостоятельно принятые на себя пруденциальные ограничения

В условиях определенных трудностей и расходов, связанных с реализацией описанных мер по хеджированию валютного риска, некоторые МФО, либо добровольно, либо по подсказке инвесторов или органов регулирования, ограничивают свои обязательства в иностранной валюте.<sup>14</sup> Делая это, они не хеджируют свою подверженность неблагоприятным изменениям в относительной цене валюты, а ограничивают свою подверженность этим изменениям. Наложенные ограничения зависят от уровня риска, который МФО готова и может принять, но, как правило, применяются ограничения на уровне 20-25% от общей суммы обязательств.<sup>15</sup> Рассматривая соответствующее пруденциальное ограничение, МФО также следует обратить внимание на уровень акционерного капитала, которым она владеет, и на способность этого капитала противостоять увеличению обязательств в результате обесценивания местной валюты. Например, МФО может ограничить свою подверженность

валютному риску до 20% своего акционерного капитала и, по возможности, создать резерв (зарезервированные средства) на своем балансе для компенсации потенциальных потерь при обмене иностранной валюты. Чем меньше собственный капитал МФО (доля от суммы общих активов), тем ниже должно быть ограничение на подверженность валютному риску (как доля собственного капитала).

#### Преимущества

- Ограничена угроза потери капитала и увеличения расходов на обслуживание долга в результате обесценивания МВ.
- Можно избежать расходов на хеджирование или компенсационное соглашение.
- Открывает доступ к капиталу, который может быть недоступен на местном уровне, и помогает привлечь местные средства.

#### Недостатки

- Сумма займа в твердой валюте ограничена, поэтому не ощущаются преимущества займов в твердой валюте.

### Индексация займов к твердой валюте

Используя этот метод, МФО перекладывают валютный риск на своих клиентов.<sup>16</sup> Процентные ставки, взимаемые МФО, индексируются по отношению к стоимости твердой валюты, используемой для их финансирования. Когда местная валюта обесценивается, процентные ставки увеличиваются. Это дает МФО возможность получить дополнительную МВ, необходимую для обслуживания валютного долга. Иными словами, МФО не подвержена риску девальвации или обесценивания. Это создает риск девальвации или обесценивания для клиентов, получающий займы от МФО, за исключением тех редких случаев, когда доход клиентов выражен в твердой валюте или привязан к ней.<sup>17</sup>

<sup>14</sup> Для МФО, ограниченных пруденциальными нормами, таких как депозитарные МФО и выступающих посредниками по этим депозитам, банковские органы регулирования могут иметь нулевой допуск для любых несоответствий валют, в которых выражены активы и пассивы регулируемой МФО. Или же могут быть ограничения, установленные органами регулирования, такие как запрет на валютные сделки, что делает для МФО невозможным приобретение валютного хеджа.

<sup>15</sup> Интервью, в Международной финансовой корпорации, август 2004 г.

<sup>16</sup> См. Крабб (Crabb), *Практика управления валютным риском для микрофинансовых организаций*, с. 3.

<sup>17</sup> В некоторых случаях МФО могут действовать даже более открыто и выдавать клиентам займы в иностранной валюте. Это, скорее, случается в странах, где клиенты, получающие займы в МФО, работают в «долларизованных» экономиках и получают доход, выраженный в долларах.

### Преимущества

- Не грозит потерей капитала или повышением затрат на обслуживание долга в результате обесценивания МВ.
- Обеспечивает доступ к капиталу, который может быть недоступен на местном уровне, и помогает привлечь местные средства.
- Обеспечивает доступ к капиталу, который потенциально имеет более благоприятные и гибкие условия по сравнению с теми, которые предлагаются на местном уровне.

### Недостатки

- Клиенты, которые менее всего в состоянии понять валютный риск, подвержены потере капитала и повышению затрат на обслуживание долга, в случае обесценивания или девальвации МВ.
- Повышение вероятности банкротства клиентов МФО, в случае обесценивания МВ.
- Все еще сохраняется угроза риска конвертируемости и перевода.

Ни один из этих методов не является совершенным; каждый из них имеет как преимущества, так и недостатки. Наиболее привлекательные и эффективные методы – традиционные инструменты – часто бывают либо недоступны, либо проблематичны по причине малого размера транзакций и более длительной продолжительности займов, характерных для МФО. Другие методы громоздки и дорогостоящи.

## Рекомендации

Опрос CGAP указывает на то, что значительная часть МФО, имеющих обязательства в твердой валюте, либо не понимает уровня риска, вызванного этими обязательствами, либо не управляет этим риском так эффективно, как могла бы. Риск неустойчивости курса валюты может быть сложным и трудным для понимания, а инструменты, обычно используемые для управления этим риском, не всегда доступны МФО. Индустрии необходимо больше внимания уделять валютному риску и больше обращать внимания на методы управления им и, в том числе, избежание его путем использования местных источников финансирования, когда это возможно. Далее обсуждаются общие рекомендации для «игроков» микрофинансового сектора.

### МФО

Принимая решение о финансировании, МФО должны отдавать большее преимущество местным источникам финанси-

рования или иностранному финансированию в местной валюте. Простое сравнение отечественных процентных ставок с иностранными может быть обманчивым при принятии решения о выборе вариантов финансирования. Более высокие местные ставки обычно отражают более высокую инфляцию в стране, что должно служить сигналом обесценивания валюты своей страны по отношению к той стране, где инфляция ниже.

Если МФО собираются получить кредит в иностранной валюте, им следует принять меры для ограничения своей подверженности валютному риску. Существует ряд инструментов, доступных МФО, способных противостоять воздействию непредвиденного и потенциально разрушительного характера колебаний валютных курсов. МФО должны проанализировать, а затем принять на вооружение подходящие методы для сдерживания своей подверженности этому риску.

МФО должны учиться или консультироваться, чтобы добиться наиболее выгодных условий у иностранных и местных кредиторов, в т.ч., по возможности, договориться о получении займов в местной валюте. Выгодное вложение денег – пригласить компетентного юриста, чтобы быть уверенным, что документация и окончательные соглашения правильно оформлены, особенно когда предпринимаются более сложные меры для минимизации валютного риска.

Те, кто несет ответственность за финансы МФО, должны научиться распознавать валютный риск и управлять им, т.к. это важный аспект общего управления финансовым риском. Однако это важно не только для руководителей среднего звена. Совет директоров и высшее руководство МФО также должны обратить внимание на то, чтобы МФО придерживались соответствующих параметров и ограничивали риск, и владеть способом оценки соответствия выработанной политике и параметрам.

### Инвесторы

Обычно инвесторы более опытные в финансовых аспектах, чем МФО, которым они предоставляют займы. Поэтому им следует брать на себя большую ответственность за управление валютным риском. Им необходимо принять во внимание возможность того, что заем в твердой валюте может нанести вред МФО. Они должны убедиться в том, что заемщики не только понимают степень валютного риска, который они берут на себя, но и имеют соответствующий план управления этим риском.

### Другие заинтересованные лица сектора

Микрофинансовый сектор должен поддерживать развитие местных рынков капитала для того, чтобы повысить доступ к финансированию в местной валюте.



Рейтинговые агентства должны включить валютный риск в свою оценку кредитоспособности МФО. Это повысит интерес к вопросу о валютном риске в микрофи-

нансировании, и стимулом для МФО и инвесторов более тщательно изучать данный вопрос.



## Приложение А

### Почему относительная стоимость валют изменяется?

Изменение со временем относительной стоимости валют – сложное явление. Экономисты тратят массу времени, пытаясь понять и объяснить его. Ниже приводятся основные положения объясняющие причину непостоянства обменных курсов.

### Колебания курсов валют, относительные процентные ставки и уровни инфляции

В разных странах процентные ставки различны. Номинальные процентные ставки в Соединенных Штатах и Европе могут оказаться ниже, чем на местных рынках. Поэтому займы в твердой валюте могут казаться дешевле, так как стоимость этих займов – номинальные процентные ставки, которые они взимают – ниже, чем ставки, взимаемые по займам, выраженным в МВ. Действительно, это одна из причин, почему МФО стремятся привлекать кредиты в твердой валюте. Однако простое сравнение процентных ставок – это лишь часть общей картины, которую МФО обязаны изучить при оценке стоимости займа в твердой валюте. Также необходимо оценить инфляцию и обменные курсы.

Когда инфляция высокая, банкам необходимо выплачивать высокие процентные ставки, чтобы привлечь сбережения. В свою очередь, им необходимо взимать высокие процентные ставки по займам с тем, чтобы покрыть выплату процентов вкладчикам. Таким образом, высокая инфляция ведет к высоким процентным ставкам в отдельно взятой стране.

Но высокая инфляция также ведет к обесцениванию валюты. По сути, инфляция – это обесценивание валюты по отношению к товарам и услугам, которые она может купить. Если другая валюта обесценивается по отношению к этим же продуктам и услугам медленнее (т.е., если инфляция в другой стране ниже), то стоимость первой валюты по отношению ко второй снизится. Природа этого обесценивания в значительной степени зависит от типа валютного режима в стране.

### Режимы обменных курсов<sup>18</sup>

По сути, существует три типа режимов обменных курсов, применяемых государством,<sup>19</sup> хотя существует множество вариантов каждого из этих типов. Режим зависит от экономических и монетарных задач правительства. При выборе режима правительствам необходимо оценить три аспекта: стабильность валютного курса, свободу движения капитала через границу и автономию монетарной политики. Приняв определенную валютную политику, можно достичь только двух из этих трех целей. Основные варианты валютных режимов, из которых выбирает государство, – это плавающая валютная ставка, валютная ставка «мягкой привязки» с контролем над капиталом и валютная ставка «жесткой привязки».

Эти валютные режимы по-разному влияют на риск заемщиков. Если в стране плавающий курс валюты, то стоимость этой валюты будет изменяться изо дня в день, но со временем ожидается, что она будет соответствовать уровню относительной инфляции и номинальной процентной ставки в стране. Если валюта страны мягко привязана к твердой валюте, то стоимость валюты, скорее всего, будет стабильной (но может корректироваться политикой государства). Она также подвержена значительному обесцениванию в случае валютных кризисов, причиной которых является разница в уровнях инфляции или значительный отток капитала. Если валюта страны твердо привязана через валютный союз или долларизацию, то валюта будет стабильной по отношению к валюте, к которой она привязана, поскольку монетарная политика не контролируется. Показатель инфляции будет аналогичным тому, что в стране, к которой привязана валюта.<sup>20</sup> Если валюта страны твердо привязана через валютное соглашение, она также, скорее всего, будет стабильной, но может подвергнуться разрушительному кризису, как продемонстрировал пример Аргентины.

<sup>18</sup> Этот раздел написан с использованием следующих работ: Обстфельд (Obstfeld) и Кругман (Krugman), *Международная экономика: теория и политика*; ДеГраув (DeGrauwe), *Международные деньги*; Фишер (Fischer), *Валютные режимы: является ли биполярный взгляд правильным?*

<sup>19</sup> См. Ежегодный отчет Международного валютного фонда за 2004 г. на сайте: [www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2004/eng/pdf/file4.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2004/eng/pdf/file4.pdf), где представлен список стран и соответствующий режим валютных курсов.

<sup>20</sup> Исключения случаются, если страна отказывается от объединения общей валюты или отменяет долларизацию.

## Валютные курсы в перспективе

Почти все валюты развивающихся стран со временем, так или иначе, обесцениваются. На Рисунке 1А представлено, как отдельные валюты развивающихся стран изменялись по отношению к доллару США в течение последних двух десятилетий. На нем также отмечены наиболее существенные кризисы, имевшие место за последнее время.

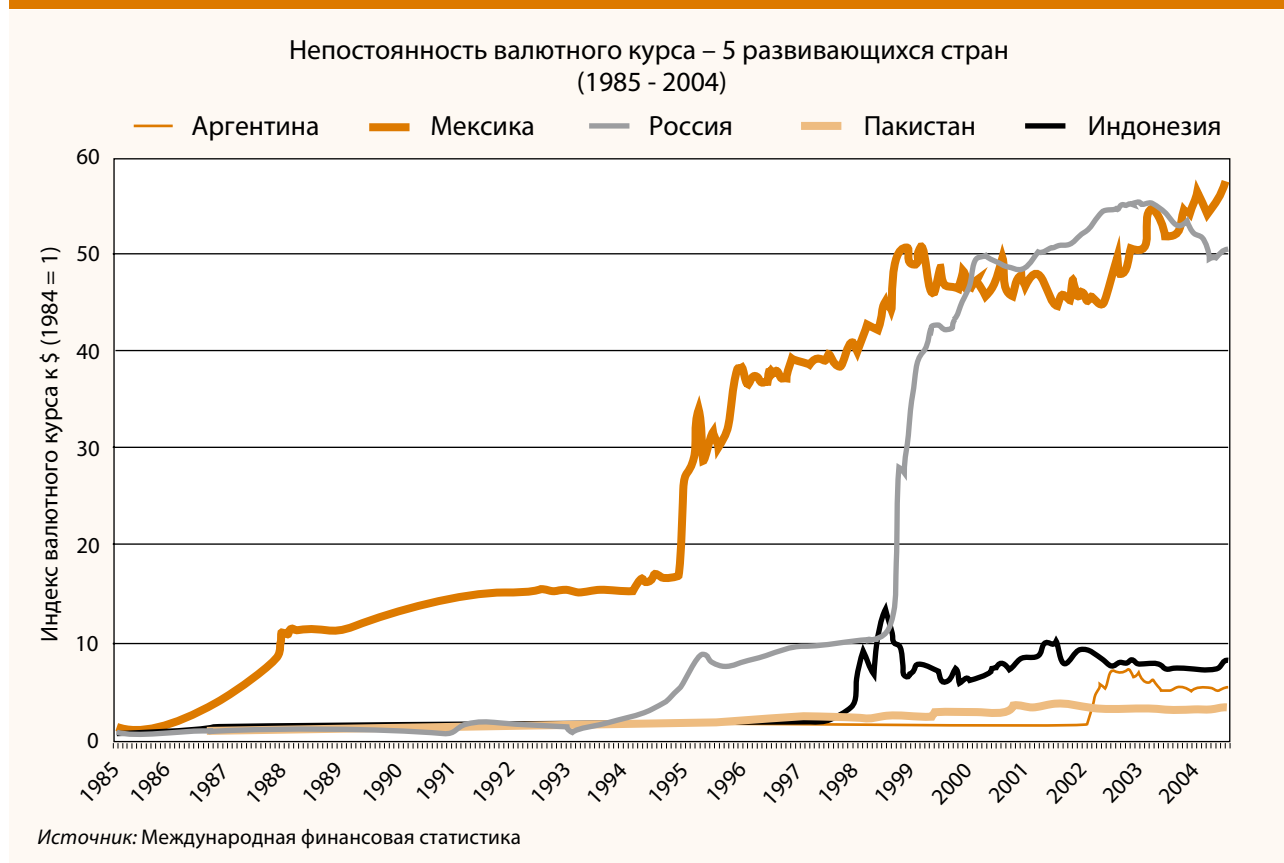
Как приводится на графиках, валюты довольно быстро могут значительно девальвироваться. Например, мексиканский песо, который стоит сейчас менее, 2% его стоимости в 1985 г., потерял основную часть своей стоимости между 1994 и 1999 гг. Снижение стоимости российского рубля было еще более резким. Как и мексиканский песо, сейчас он стоит менее 2% от своей стоимости в 1985; основную часть своей стоимости он утратил между 1998 и 1999 гг. Индонезийская рупия сейчас стоит только чуть более 10% от того, что она стоила в 1985 г. Давайте рассмотрим аргентинский песо. Между декабрем 2001 г. и февралем 2002 г.

его стоимость снизилась более чем на половину. Валюты Нигерии, Уганды и Турции, представленные на Рисунке 1, с 1985 г. снизили свою стоимость более значительно, чем все остальные представленные в примере валюты.

Эти типы колебаний курсов валюты могут ослабить МФО, если она имеет значительную нехеджированную задолженность в иностранной валюте. Сценарии, представленные в Приложении С, демонстрируют, чего МФО может ожидать в действительности. Как продемонстрировало исследование,<sup>21</sup> колебания курсов сложно предугадать. Ни профессиональный экономист, ни финансист (кроме спекулянтов) не пытаются предсказать уровень валютных курсов. Таким образом, наиболее предусмотрительная стратегия для МФО – хеджировать свой валютный риск, даже если затраты на это покажутся чрезмерными.

<sup>21</sup> См. Обстфельд (Obstfeld) и Кругман (Krugman), с. 349.

Рисунок 1А



## Приложение В

### Сценарий 1 — устойчивое обесценивание МВ на 5% каждые 6 месяцев

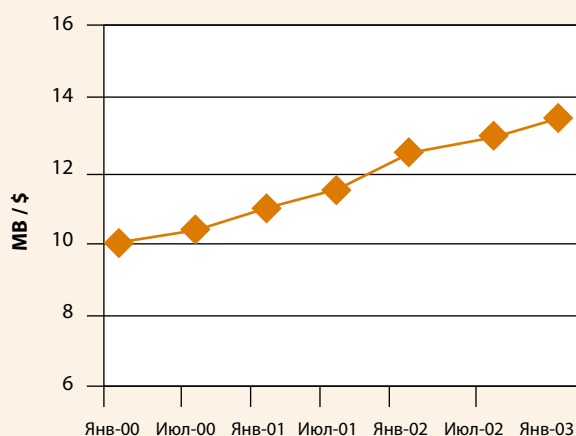
В этом сценарии предположим, что МФО взяла заем на сумму \$500.000, чтобы профинансировать рост своего портфеля. Допустим, что это исключительно процентный заем<sup>22</sup> на 3 года с фиксированной процентной ставкой 10% годовых, где оплата процентов проводится каждые 6 месяцев. Заем был выдан в январе 2000 г. Номинальные процентные ставки и движения денежных средств по этому сценарию представлены в Таблице 1В и на Рисунке 1В.

Согласно сценарию, в январе 2000 г. основная сумма \$500.000 была эквивалентна 5,0 млн. в МВ, когда обменный курс МВ/\$ составлял 1:10. К сроку погашения займа в январе 2003 г. требуется 6,7 млн. в МВ, чтобы выплатить основную сумму в \$, т.е., номинальное повышение около 34% в МВ. Это является следствием снижения относительной стоимости МВ по отношению к твердой валюте с января 2000 г. по январь 2003 г.

Средняя номинальная процентная ставка по займу в долл. США на протяжении его срока составила 10%. Если принять во внимание падение валютного курса, эффективная процентная ставка равна 21%.<sup>23</sup> Таким образом, обесценивание МВ по отношению к \$ фактически добавляет 10% к процентной ставке, что составляет 100%-ное увеличение первоначальный фиксированной номинальной процентной ставки. (См. Таблицу 1В.)

Рисунок 1В

Валютный курс (МВ/\$)



### Сценарий 2 — Падение МВ за 1 год займа

В этом сценарии опять предположим, что МФО взяла заем на сумму \$500.000, чтобы профинансировать рост своего портфеля. Также допустим, что это исключительно процентный заем на 3 года с фиксированной процентной ставкой 10% годовых, где оплата процентов проводится каждые 6 месяцев. Заем также выдан в январе 2000 г. Однако, вместо устойчивого обесценивания МВ, как это было в предыдущем сценарии, ее стоимость резко снизилась (с обменного курса МВ/\$ - с 10 до 30) за 1 год. Номинальные обменные курсы и движения денежных средств по этому сценарию представлены в Таблице 2В и на Рисунке 2В.

Согласно сценарию, в январе 2000 г. основная сумма в \$500.000 была эквивалентна 5,0 млн. в МВ, когда обменный курс МВ/\$ составлял 1:10. К сроку погашения займа в январе 2003 г. требуется 6,7 млн. в МВ, чтобы выплатить основную сумму в \$, т.е., номинальное повышение около 34% в МВ. Это является следствием снижения относительной стоимости МВ по отношению к твердой валюте с января 2000 г. по январь 2003 г. К сроку погашения займа в январе 2003 г. требуется 15 млн. в МВ, чтобы выплатить основную сумму в \$, т.е., номинальное повышение в 300% в МВ. Это является следствием обесценивания МВ с января 2001 г. по январь 2002 г.

Средняя номинальная процентная ставка по займу в долл. США на протяжении его срока составила 10%. Если принять во внимание обвал валютного курса, эквивалентная средняя процентная ставка равна 59%. Таким образом, обесценивание МВ по отношению к \$ фактически добавляет 50% к вы-

<sup>22</sup> Исключительно процентный заем – это заем, по которому процент выплачивается на протяжении всего времени займа, а основная сумма не погашается до срока погашения займа.

<sup>23</sup> Эта эффективная процентная ставка подсчитывается путем определения внутренней нормы доходности, т.е., учетная ставка, которая обеспечит движение денежных средств при чистой текущей стоимости = 0.

Таблица 1В

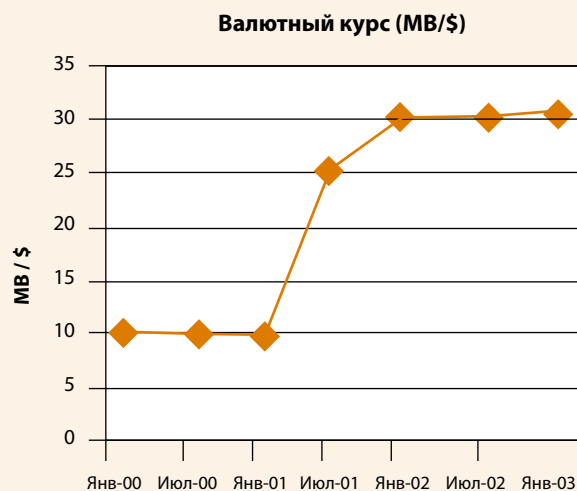
	Янв. 00	Июль 00	Янв. 01	Июль 01	Янв. 02	Июль 02	Янв. 03
Процентная ставка \$ (%)	10	10	10	10	10	10	10
Движение денежных средств (.000 \$)	500	-25	-25	-25	-25	-25	-525
Обменный курс (МВ / \$)	10	10,5	11,0	11,6	12,2	12,8	13,4
Движение денежных средств (.000 МВ)	5.000	-263	-276	-289	-304	-319	-7.036

плачиваемой процентной ставке, что составляет 400%-ное увеличение первоначальной фиксированной номинальной процентной ставки.

**Таблица 2В**

	Янв. 00	Июль 00	Янв. 01	Июль 01	Янв. 02	Июль 02	Янв. 03
Процентная ставка \$ (%)	10	10	10	10	10	10	10
Движение денежных средств (.000 \$)	500	-25	-25	-25	-25	-25	-525
Обменный курс (МВ / \$)	10	10	10	25	30	30	30
Движение денежных средств (.000 МВ)	5.000	-250	-250	-625	-750	-750	-15.750

**Рисунок 2В**



## Приложение С

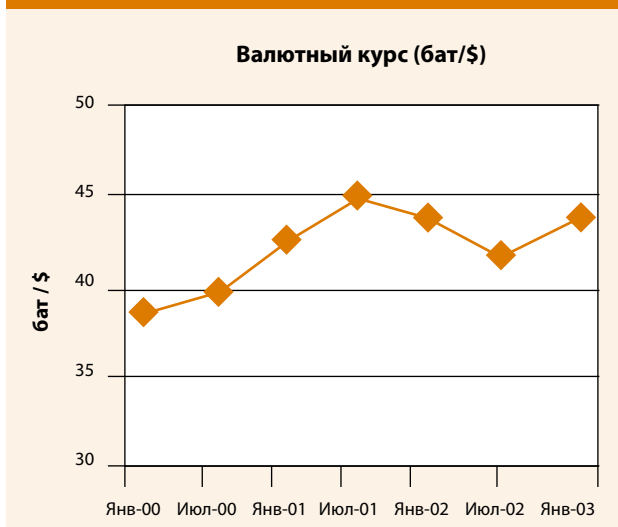
### Сценарий 1 — Заем в твердой валюте для финансирования микрофинансовых операций в Таиланде, 2000–02 гг.

В этом сценарии предположим, что МФО взяла заем на сумму \$300.000, чтобы профинансировать рост своего портфеля в Таиланде. Допустим, что это исключительно процентный заем на 3 года с процентной ставкой LIBOR плюс 5% (выплачиваемой каждые 6 месяцев). Заем выдан в январе

2000 г. Процентные ставки и номинальные обменные курсы представлены на Рисунках 1С и 2С. Движение денежных средств, по этим займам, представлены на Рисунке 3С.

В январе 2000 г. основная сумма в \$300.000 была эквивалентна 11,247 млн. тайландских батов (ТНВ). К сроку погашения займа в январе 2003 г. необходимо 12.816 млн. ТНВ, чтобы погасить основную сумму в \$, т.е., номинальное повышение составило около 14% в ТНВ. Это стало следствием обесценивания ТНВ с января 2000 г. по январь 2003 г.

**Рисунок 1С**



**Рисунок 2С**

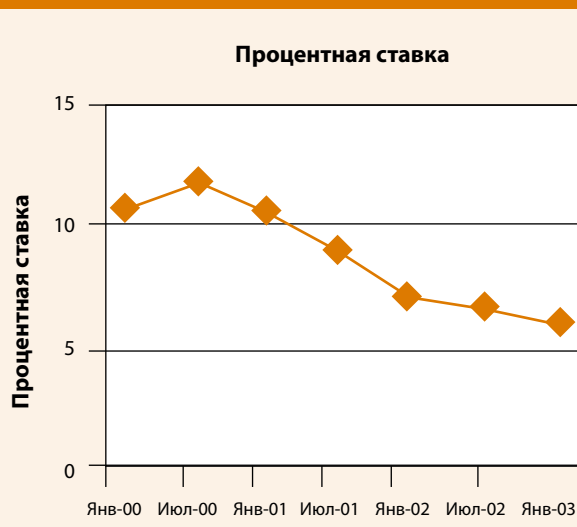
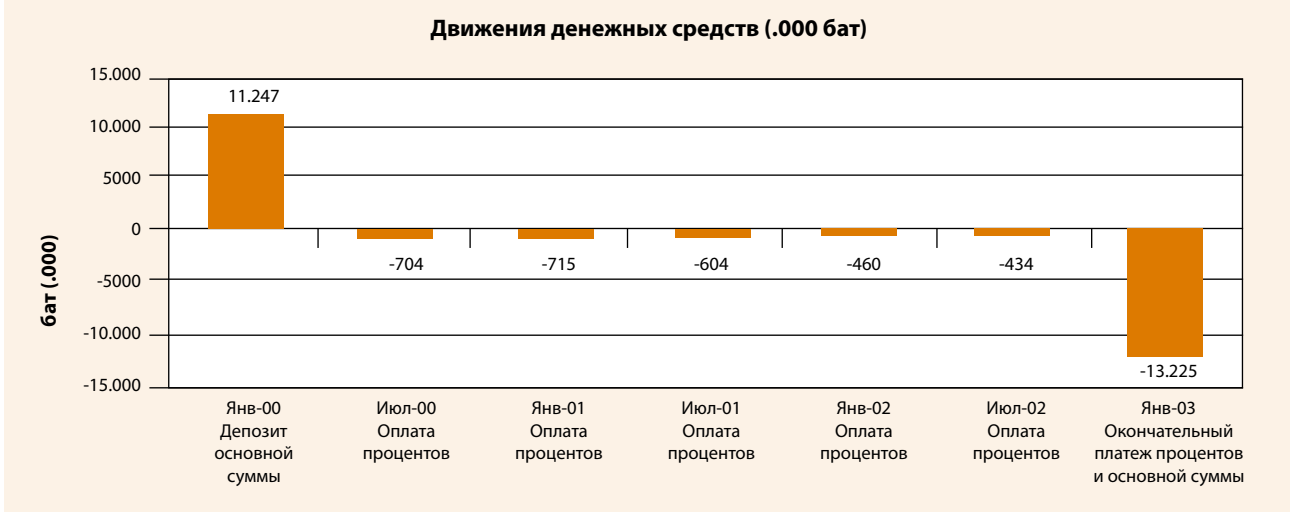


Рисунок 3С



Средняя номинальная процентная ставка по займу в долларах США на протяжении его срока составила 9,08%. Если мы примем во внимание снижение валютного курса, эквивалентная средняя процентная ставка равна 14,05%. Таким образом, обесценивание тайландского бата по отношению к \$ фактически добавляет 5% к выплачиваемой процентной ставке, что составляет 55%-ное увеличение первоначальной средней номинальной процентной ставки. Местные проценты по займам в Таиланде в течение этого периода в среднем составляли чуть более 10%.<sup>24</sup>

Выплаты процентных ставок, выраженные в МВ, уменьшаются каждые 6 месяцев, хотя МВ по отношению к \$ снизилась незначительно. Это является следствием снижения плавающих процентных ставок.

**Сценарий 2 – Заем в твердой валюте для финансирования микрофинансовых операций в России, 1993–94 гг.**

После замедления темпов падения в начале 1990-х гг., российский рубль (РР) претерпел значительную девальвацию в последующие годы. Чтобы продемонстрировать влияние этого валютного кризиса на кредит МФО в твердой валюте, допустим, что данная МФО получает исключительно процентный заем на сумму в \$500.000 на два года с фиксированной процентной ставкой 8,5% (выплачиваемой каждые 6 месяцев), который выдан в январе 1993 г. Процентные ставки

<sup>24</sup> Международная финансовая статистика

Рисунок 4С

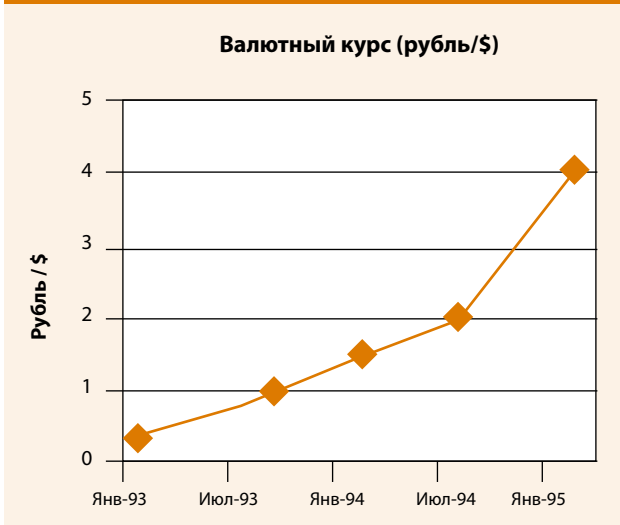


Рисунок 5С

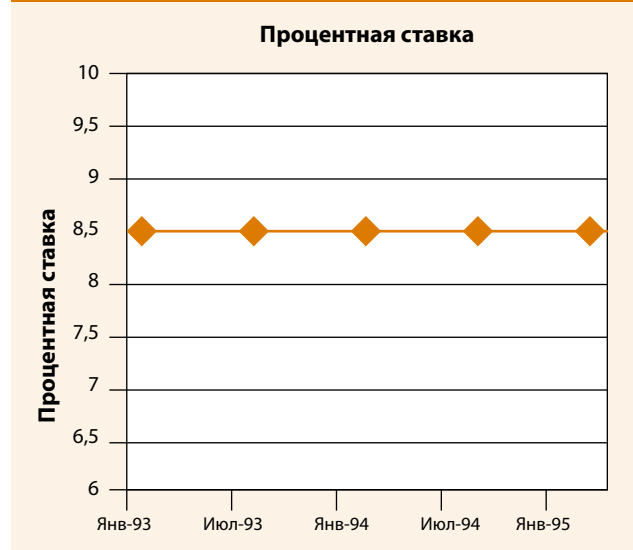
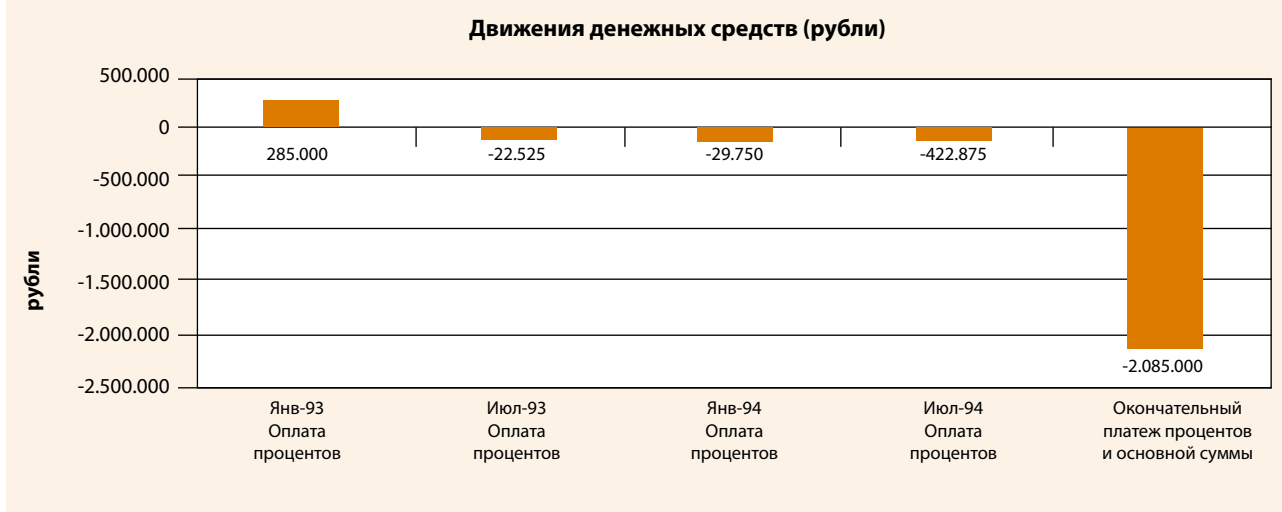


Рисунок 6С



и номинальные обменные курсы представлены на Рисунках 4С и 5С. Движение денежных средств по данному займу, представлены на Рисунке 6С.

В соответствии с этим сценарием, выплаты процентов в РР, осуществляемые каждые 6 месяцев, со временем возрастают из-за быстрого обесценивания рубля. Первоначальный платеж, подлежащий выплате в июне 1993 г., составил 22.525 РР. Окончательная выплата процентов составила 85.000 РР — почти 300%-ное увеличение. Что касается основной суммы, то в январе 1993 г. заем в \$500.000 был эквивалентен 285.000 РР. Однако на момент окончания 2-летнего займа она составила 2 миллиона РР. Это составляет номинальное увеличение более чем на 600% и отражает значительное обесценивание РР в начале 1990-х гг.

Средняя номинальная процентная ставка по займу в долларах США с января 1993 г. по январь 1995 г. - 8,5% (фиксированная ставка) (См. Таблицу 1С.). Если принять во внимание снижение валютного курса, эквивалентная процентная ставка, применяемая к этому займу, составит более 138%

(она рассчитывается так же, как и в предыдущем примере). Таким образом, обесценивание РР добавляет более 130 процентных пунктов к выплачиваемой валютной процентной ставке. Местные проценты по кредиту в течение этого периода (хотя в то время получить доступ к местным средствам было крайне сложно, если не невозможно) в среднем составляли около 320%.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Международная финансовая статистика

Таблица 1С

	Янв. 93	Июль 93	Янв. 94	Июль 94	Янв. 95
Процентная ставка \$ (%)	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Выплата (.000 \$)	500	-21,3	-21,3	-21,3	-521,3
Обменный курс (рубель / \$)	0,57	1,06	1,40	1,99	4
Выплата (.000 рублей)	285	-22,5	-29,8	-42,3	-2.085



## Библиография

- Bahtia, R. January 2004. *Mitigating Currency Risk for Investing in Microfinance Institutions in Developing Countries*. Social Enterprise Associates.
- Barry, N. May 2003. "Building Financial Flows That Work for the Poor Majority." Presentation to Feasible Additional Sources of Finance for Development Conference.
- Conger, L. 2003. *To Market, To Market*. Microenterprise Americas.
- Council of Microfinance Equity Funds. 15 April 2004. *Summary of Proceedings – Council Meeting*. Open Society Institute.
- Crabb, P. March 2003. *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions*. Opportunity International.
- De Grauwe, P. 1996. *International Money*. Oxford University Press.
- Eun, C., and B. Resnick. 2004. *International Financial Management*. McGraw Hill Irwin.
- Fischer, S. 2001. *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* International Monetary Fund.
- Fleisig, H., and N. de la Pena. December 2002. "Why the Microcredit Crunch?" *Microenterprise Development Review*, Inter-American Development Bank.
- Holden, P., and S. Holden. June 2004. *Foreign Exchange Risk and Microfinance Institutions: A Discussion of the Issues*. MicroRate and Enterprise Research Institute.
- Ivatury, G., and J. Abrams. November 2004. "The Market for Microfinance Foreign Investment: Opportunities and Challenges." Presented at KfW Financial Sector Development Symposium.
- Ivatury, G., and X. Reille. January 2004. "Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors." *Focus Note No. 25*. CGAP.
- Krugman, P., and M. Obstfeld. 2003. *International Economics: Theory and Policy*. Addison Wesley.
- Jansson, T. 2003. *Financing Microfinance*. Inter-American Development Bank.
- Pantoja, E. July 2002. *Microfinance and Disaster Risk Management: Experience and Lessons Learned*. World Bank.
- Silva, A., L. Burnhill, L. Castro, and R. Lumba. January 2004. Development Foreign Exchange Project Feasibility Study Proposal – Draft.
- VanderWheele, K., and P. Markovitch. July 2000. *Managing High and Hyper-Inflation in Microfinance: Opportunity International's Experience in Bulgaria and Russia*. USAID.
- Vasconcellos, C. 2003. *Social Gain*. Microenterprise Americas.
- Women's World Banking. 2004. *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*. WWB.

## Обзорная статья

№ 31

Вы можете свободно делиться содержанием Обзорной статьи со своими коллегами, или заказать дополнительные экземпляры данной работы или других работ из этой серии.

CGAP с удовольствием ознакомится с вашими комментариями к этой работе.

Все публикации CGAP можно найти на веб-сайте CGAP: [www.cgap.org](http://www.cgap.org).

CGAP  
1818 H Street, NW  
MSN P3-300  
Вашингтон, Округ Колумбия 20433

Тел.: 1-202-473-9594  
Факс: 1-202-522-3744

Эл.почта: [cgap@worldbank.org](mailto:cgap@worldbank.org)



**MICROFINANCE CENTRE**  
for Central and Eastern Europe and the New Independent States

Русская версия этого документа переведена, отредактирована и опубликована Центром Микрофинансирования для Центральной и Восточной Европы и Стран СНГ. Для того, чтобы получить печатную версию, пожалуйста, свяжитесь с МФЦ по электронной почте: [microfinance@mfc.org.pl](mailto:microfinance@mfc.org.pl)

Эта публикация доступна также на веб-странице: [www.mfc.org.pl](http://www.mfc.org.pl)