

ББК 65.88  
С90

Перевод с немецкого *С.С. Любининой*

**Сурен Лизелотт**

С90 Валютные операции. Основы теории и практика. Пер. с нем. — М.: Дело, 1998. — 176 с.

ISBN 3—409—14210—X (нем.)

ISBN 5—7749—0039—8 (русск.)

Книга является практическим руководством по изучению валютных операций. Рассмотрены основные понятия и виды валютных сделок (форвардные и спот-сделки, свопы, опционы и т. д.), а также риски, связанные с валютной торговлей, и вопросы управления ими. Описаны организация проведения валютных операций в немецких финансовых учреждениях, европейская валютная система и международные нормы поведения на валютных рынках.

Пособие иллюстрировано многочисленными расчетными примерами, таблицами, схемами, содержит русско-англо-немецкий глоссарий и другой справочный материал.

Книга представляет интерес для практических работников банков и других финансовых учреждений, осуществляющих валютные операции, а также будет полезна в экономических вузах, по сути являясь добротным спекурсом по международной валютной торговле.

С  $\frac{0604000000 — 047}{79С(03) — 98}$  Без объявл.

ББК 65.88

ISBN 3—409—14210—X (нем.)

ISBN 5—7749—0039—8 (русск.)

© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden, Germany, 1995

© Издательство “Дело”, перевод на русский язык, 1998

# Содержание

Предисловие .....	8
Предисловие издателей .....	9
1. Введение .....	10
2. Участники рынка .....	13
2.1. Коммерческие банки .....	13
2.2. Предприятия .....	14
2.3. Центральные банки .....	17
2.4. Брокерские фирмы .....	17
3. Основные понятия .....	20
3.1. Курс валюты .....	20
3.2. Арбитраж .....	20
3.3. Обозначения валют .....	21
3.4. Стандартные единицы .....	21
3.5. Торгуемая валюта и валюта котировки .....	22
3.6. Курсы Bid и Offer .....	23
3.7. Спред .....	25
3.8. Маржа .....	26
4. Операции на условиях спот .....	28
4.1. Валютирование .....	28
4.2. Котировка курсов .....	28
4.3. Межбанковская торговля .....	29
4.4. Лимиты в межбанковской торговле .....	32
4.5. Кросс-курсы .....	33
4.6. Обратные курсы .....	38
4.7. Связь между долларом США и кросс-курсами .....	38
4.8. Биржевая торговля .....	39
4.8.1. Организация Немецкой валютной биржи .....	39
4.8.2. Официальные котировки .....	40
4.9. Расчеты по биржевым сделкам .....	43
5. Форвардные операции .....	49
5.1. Форвардный курс .....	49
5.2. Валютирование .....	50
5.3. Расчет премии и дисконта .....	50
5.4. Коммерческие форвардные сделки .....	53
5.5. Спекулятивные форвардные сделки .....	56
5.6. Ломаная дата .....	57
5.7. Издержки страхования курса .....	57
5.8. Форвардные сделки с временными опционами .....	58

<b>6. Своп-сделки</b> .....	61
6.1. Характеристика .....	61
6.2. Межбанковская торговля .....	63
6.3. Вложения ликвидности .....	64
6.4. Выравнивание форвардной позиции .....	66
6.5. Короткие своп-сделки .....	68
6.6. Пролонгация форвардной сделки .....	69
<b>7. Валютные опционы</b> .....	73
7.1. Основные положения .....	73
7.2. Торговля опционами на бирже .....	74
7.3. Межбанковская торговля .....	75
7.4. Виды опционов .....	75
7.5. Премия .....	76
7.5.1. Внутренняя стоимость .....	76
7.5.2. Временная стоимость .....	77
7.5.3. Прочие факторы .....	78
7.6. Исполнение опциона в день истечения .....	78
7.6.1. Точка безубыточности .....	78
7.6.2. Покупка опциона пут .....	80
7.6.3. Продажа опциона пут .....	82
7.6.4. Покупка опциона колл .....	82
7.6.5. Продажа опциона колл .....	85
7.7. Страхование валютного риска на стадии предложения .....	85
7.7.1. Экспортер получает заказ .....	86
7.7.2. Экспортер не получает заказ .....	87
7.8. Опционы с нулевой стоимостью .....	88
<b>8. Еврорынок</b> .....	93
8.1. Характеристика .....	93
8.2. LIBOR и FIBOR .....	94
8.3. Кредиты с переменной ставкой (roll-over) .....	98
8.4. Европроценты и своп-ставки .....	98
<b>9. Риски в валютной торговле</b> .....	101
9.1. Общие сведения .....	101
9.2. Рыночные риски .....	101
9.2.1. Валютный риск .....	102
9.2.2. Процентный риск .....	102
9.2.3. Риск изменения своп-ставки .....	103
9.3. Риски контрагента .....	104
9.3.1. Риск исполнения .....	104
9.3.2. Риск платежа .....	105
9.3.3. Риск перечисления (трансфертный) .....	107
<b>10. Управление рисками</b> .....	109
10.1. Внешние ограничения .....	109
10.2. Законодательные предписания .....	110
10.3. Внутренние ограничения .....	111

10.3.1. Дневные лимиты	111
10.3.2. Ночные лимиты	112
10.4. Лимиты для контрагентов	112
10.4.1. Лимиты для банков и предприятий	112
10.4.2. Лимиты для частных клиентов	113
10.4.3. Некоторые предостережения	113
11. Организация	117
11.1. Казначейство	117
11.2. Валютный дилинг	120
11.3. Техника	122
11.4. Подразделения по обслуживанию сделок	124
11.4.1. Основные задачи	124
11.4.2. Обработка заключенных сделок	125
11.4.2.1. Первичная обработка	125
11.4.2.2. Учет	128
11.4.3. Административная система	131
11.4.3.1. Внутренние системы торговли и обслуживания	131
11.4.3.2. Связь с другими внутрибанковскими системами	133
11.4.3.3. Связь с внешними системами	134
11.4.4. Прочие задачи	134
11.4.5. SWIFT	135
12. Нормы поведения на валютном рынке	139
12.1. Международная ассоциация участников валютного рынка	139
12.2. Code of Conduct in Dealing	140
13. Европейская валютная система (European Monetary System — EMS)	147
13.1. История	147
13.2. Европейская валютная система (European Monetary System — EMS) на настоящем этапе	149
13.3. Европейская валютная единица	151
13.3.1. Официальная стоимость	152
13.3.2. "Частное" использование ЭКЮ	152
14. Приложение	153
14.1. Глоссарий (русский, английский, немецкий)	153
14.2. Профессиональные обороты	171
14.3. ISO-коды валют	174

# Предисловие

Мировой валютный рынок — достаточно динамичный и чуткий рынок, работающий круглосуточно, перемещаясь через все временные пояса. Его прозрачность обеспечивается информационными и коммуникационными системами, связанными друг с другом и охватывающими весь мир. Объем торговли на этом рынке может достигать 1000 млрд. долл. США в день и, естественно, различен для отдельных участников рынка.

В этих условиях предприниматели предъявляют высокие требования к страхованию валютных и процентных рисков.

Банки предлагают множество инструментов хеджирования, которые способны свести к минимуму риски и обеспечить благоприятные валютные курсы.

Предлагаемая книга в доступной форме раскрывает основные понятия и виды валютных сделок. Используя типовую терминологию и описывая порядок осуществления операций, автор раскрывает читателю практику валютного дилинга.

Вторая часть книги посвящена условиям валютного дилинга. При этом автор специально останавливается на необходимых технических предпосылках и минимальных требованиях контроля.

Госпожа Лизелотт Сурен многие годы работала валютным дилером, являясь членом Форекс-клуба Германии и соответственно Международной ассоциации участников валютного рынка. В своей последующей деятельности в качестве тренера и консультанта на валютной бирже она убедилась, что существует большая потребность в конкретной и практически ориентированной популярной литературе по валютному дилингу.

Я полагаю, что данная работа удовлетворит эту потребность, и желаю автору и ее книге больших успехов.

*Февраль 1995 г.*

*Рольф Вилли,  
Дрезднер-банк,  
Франкфурт-на-Майне*

# Предисловие издателей

Высокая квалификация персонала в значительной мере определяет качество работы кредитного института и является решающим фактором в конкурентной борьбе. От управленческих кадров и специалистов — как занятых на производстве, так и работающих с партнерами на рынке — требуется высочайший уровень профессиональных знаний и социальной компетенции. Постоянное изменение условий деятельности и обострение конкурентной борьбы все более повышают значимость профессиональной информации. Специальная книжная серия “Банковский тренинг”, основанная инженером Фридрихом Майером, раскрывает основные направления деятельности ведущих кредитных институтов, успешно работающих на современных рынках.

Цель книжной серии “Банковский тренинг” — доступным и наглядным образом передать актуальные практические знания. Она обращена, однако, не только к специалистам и управленческим кадрам кредитных институтов и других отраслей экономики, но и к научным работникам, студентам средних специальных и высших учебных заведений, а также ко всем читателям, широко интересующимся банковским делом. Кроме того, она знакомит банковских клиентов с требованиями и возможностями банковских операций и таким образом усиливает их позиции при заключении сделок. Каждая книга серии “Банковский тренинг”, раскрывая последние ноу-хау, приводит к более глубокому пониманию взаимосвязи проблем. Комплексная постановка вопросов обеспечивает содержательную структуру и объясняет последовательность изложения материала. Практическая направленность помогает при этом в выработке все более сложных решений управленческих задач.

Настоящее издание дает читателю необходимые базовые знания о валютных рынках и сделках на этих рынках. Оно показывает также связанные с ними риски и организационные возможности. Для практического пользования прилагается глоссарий соответствующих специальных терминов.

Благодарим г-жу Л. Сурен за наглядное изложение материала, основанное на опыте ее работы в качестве валютного дилера, биржевого тренера и консультанта. Мы благодарим также казначейское отделение Дрезднер-банка во Франкфурте-на-Майне за дружескую и компетентную поддержку.

*Издатели:*

Христоф Майер, Мюнхен;  
Уве Е.Шрёдер, Франкфурт-на-Майне.

# 1. Введение

Расширение международной торговли товарами и услугами превращает границы многих стран в условные линии на географической карте. Однако валюта в большинстве из них все же остается самостоятельной и неотъемлемой составной частью экономики. В экономических системах, валюта которых свободно конвертируется, уровень ее обменного курса является решающим фактором успеха национальных экспортных отраслей и уровня цен на товары и услуги, импортируемые из других стран.

При сильных колебаниях валютных курсов предприниматели и банки испытывают большие трудности в управлении рисками, связанными с этими колебаниями.

Таблица 1 дает представление о движении валютных курсов в последние годы. В ней приведены данные о курсах валют на Франкфуртской валютной бирже в период с 1989 по 1994 г. по состоянию на конец года. Хотя сильные краткосрочные курсовые колебания в ней не отражены, однако данные на конец года достаточно полно характеризуют диапазон курсовых изменений.

Так, например, курс японской иены вырос относительно немецкой марки с конца 1992 г. до конца следующего года на 19%. Доллар США поднял свою стоимость относительно немецкой марки в этом периоде на 7%, но потерял к концу 1994 г. свыше 10%.

Эта книга вводит начинающих в области валютного дилинга — будь то банк или предприятие, сотрудник иностранного отдела, отдела контроля или бухгалтерии — в практику валютного рынка.

Книга состоит из двух частей. В первой части раскрываются основные понятия и базовые операции: спот, форвардные и своп, а также валютные опционы. Отдельная глава посвящена рискам, связанным с этими операциями. Примеры из практики позволяют читателю шаг за шагом проследить механизм заключения отдельных видов сделок и ознакомиться с их различным применением.

Во второй части книги описываются условия торговли. К ним относится организационная структура валютного дилинга в качестве составной части всего казначейства банка. Рассматриваются организация и технология заключения валютных операций.

Приведенные в книге инструменты страхования процентных и курсовых рисков невозможно использовать, если дилер не имеет четкого представления о ситуации на валютных и депозитных рынках и вытекающих из нее рисках. Знание этих рисков и их контроль обеспечивают участие в современной торговой системе.

Все более важное значение имеет техника, и не только в процессе дилинга, но и в работе бэк-офиса — подразделения, где осуществляется его административное обслуживание. При раскрытии

Таблица 1. Средние курсы спот национальных валют против немецких марок на Франкфуртской валютной бирже

Страна	Единица	31.12.89 г.	31.12.90 г.	31.12.91 г.	31.12.92 г.	31.12.93 г.	31.12.94 г.
США	1 USD	1,6978	1,4940	1,5160	1,6140	1,7263	1,5488
Великобритания	1 GBP	2,7210	2,8860	2,8430	2,4410	2,5560	2,4207
Ирландия	1 IEP	2,6300	2,6590	2,6560	2,6360	2,4440	2,3965
Канада	1 CAD	1,4665	1,2890	1,3100	1,2720	1,2918	1,1030
Нидерланды	100 NLG	88,5300	88,6300	88,7500	89,0500	89,3600	89,2930
Швейцария	100 CHF	109,6300	117,3500	111,9400	110,3800	117,6400	118,2000
Бельгия	100 BEF	4,7540	4,8400	4,8550	4,8720	4,8130	4,8651
Франция	100 FRF	29,2450	29,3900	29,2700	29,3600	29,4250	28,9770
Дания	100 DKK	25,6650	25,8800	25,6650	25,8800	25,6350	25,4620
Норвегия	100 NOK	25,6600	25,4300	25,4000	23,3900	23,0650	22,9050
Швеция	100 SEK	27,2350	26,5300	27,3800	22,9400	20,7750	20,7570
Италия	1000 ITL	1,3330	1,3255	1,3195	1,0945	1,0115	0,9538
Австрия	100 ATS	14,2100	14,2120	14,2050	14,2130	14,2240	14,2120
Испания	100 ESP	1,5450	1,5670	1,5690	1,4100	1,2150	1,1760
Португалия	100 PTE	1,1300	1,1160	1,1320	1,1100	0,9840	0,9733
Япония	100 JPY	1,1810	1,1020	1,2165	1,2960	1,5475	1,5538
Финляндия	100 FIM	41,7600	41,2600	36,7100	30,8800	29,9500	32,7100



технологии конверсионных и депозитных операций рассматривается также рабочий процесс, который необходим для их обработки и управления ими.

Международно признанный порядок и правила поведения разъясняются в главе “Нормы поведения на валютных рынках”.

В дополнение к содержательному изложению предмета прилагается глоссарий, в котором кратко объясняются важнейшие понятия валютного дилинга, так что читатель может быстро освежить свои знания.

## 2. Участники рынка

### 2.1. Коммерческие банки

Постоянный рост международных деловых связей обусловил в последние десятилетия и постоянное увеличение объемов межбанковской валютной торговли, причем как по поручению клиентов, так и “за собственный счет”.

Поручения банковских клиентов не сводятся только к приобретению и поставке необходимой иностранной валюты или конвертации экспортной выручки. Клиентам все более необходимы консультации специалистов о выгодных условиях валютного обмена, а также инструментах страхования процентных и валютных рисков.

Банк, который предлагает своим клиентам профессиональное обслуживание, должен постоянно “присутствовать” на рынке. Участники торговли непрерывно отслеживают динамику валютных курсов, а также актуальные экономические и политические события. Это осуществляется с помощью электронных информационных систем и постоянных контактов с другими участниками рынка.

Получив от своего клиента поручение на покупку или продажу иностранной валюты, банк проводит эту сделку на межбанковском рынке и эквивалент валюты поставляет клиенту и соответственно списывает с его счета. Расчет с клиентом, имеющим в банке счет только в немецких марках, проводится в марках через этот счет, а эквивалент в иностранной валюте учитывается на отдельном банковском счете. Многие предприятия при регулярных сделках в определенной валюте открывают счет в данной валюте, через который непосредственно осуществляются ее покупка и продажа.

Если в 80-е годы центральное место на рынках занимали собственные валютные операции банков, то теперь все большее внимание уделяется профессиональному обслуживанию клиентов.

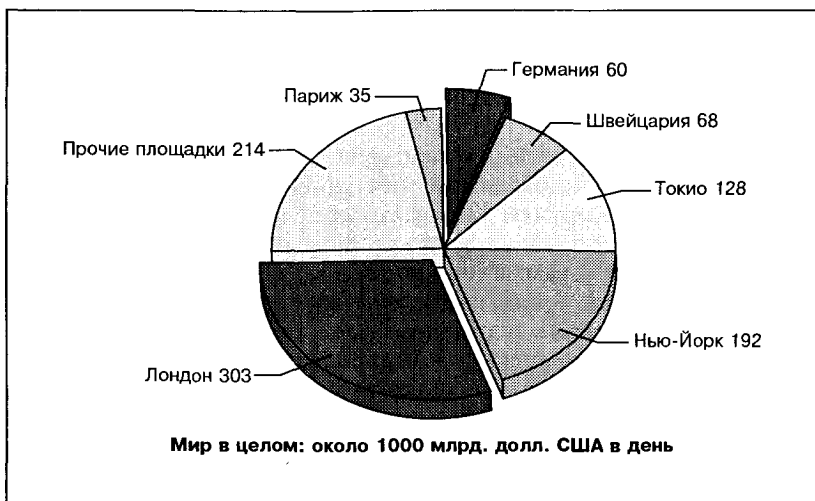
Для банка целью покупки-продажи иностранной валюты за собственный счет является получение прибыли от изменения валютных курсов. Такие сделки совершаются преимущественно между банками на так называемом межбанковском рынке. Наибольший объем торговли приходится на сделки с долларом США, хотя в последние годы возрастает интерес к другим обменным курсам, например, английский фунт/немецкая марка (GBP/DEM), японская иена/немецкая марка (JPY/DEM), швейцарский франк/немецкая марка (CHF/DEM).

Многие банки в процессе торговли устанавливают рыночные валютные курсы для других банков, эти банки называются маркет-мейкерами.

Рост интенсивности межбанковской торговли повышает также ликвидность рынков. В настоящее время банки могут обеспечить

предприятиям и инвесторам быструю конвертацию всех свободно обращающихся на рынке валют.

На рис. 1 показаны объемы дневной торговли на различных банковских площадках в 1992 г. Совокупный объем валюты рассчитан в долларах США.



Источник: BIZ — сведения центральных банков из 26 стран.

Рис. 1. Мировой объем торговли валютой (по состоянию на апрель 1992 г.)

## 2.2. Предприятия

Сделки с товарами и услугами за пределами национальных границ, а также инвестиции в другие страны оплачиваются в иностранной валюте. Предприятия, которые получают или платят за товары и услуги иностранную валюту, подвергаются курсовым рискам обмена валюты. Немецкое предприятие, заключив соглашение с американским партнером о платеже в долларах США, принимает на себя риск негативного изменения курса доллара к окончательному сроку платежа. В случае же платежа в немецких марках курсовой риск переносится на американское предприятие.

Немецкий импортер, поставляющий товары из США и обязанный платить в долларах, конвертирует марки в доллары через свой банк. Письменно или по телефону он дает поручение банку списать со своего счета в марках и конвертировать в доллары эквивалент платежа. На валютном рынке банк покупает за марки необходимую сумму долларов,ставляет их клиенту и дебетует его счет в немецких марках.

В этом случае на межбанковском рынке, между банком и предприятием, а также самим предприятием будут проведены следующие операции:

	Покупка	Продажа
Межбанковская сделка	USD	DEM
Сделка банка с клиентом	DEM	USD
Сделка импортера	USD	DEM

Немецкий экспортер, который поставляет товары в США и получает оплату в долларах, желает обменять их на немецкие марки. После поступления платежа в иностранной валюте он дает поручение банку продать для него доллары и их эквивалент в немецких марках зачислить на свой счет. Банк продает доллары на рынке, покупает марки и зачисляет их на счет экспортера.

При этом на межбанковском рынке, между банком и предприятием, а также последним совершаются такие операции:

	Покупка	Продажа
Межбанковская сделка	DEM	USD
Сделка банка с клиентом	USD	DEM
Сделка экспортера	DEM	USD

Покупка ценных бумаг, котировки которых осуществляются в иностранной валюте, также предполагает сделки с этой валютой. Клиент, который хочет купить, например, американские ценные бумаги, должен вначале купить за немецкие марки доллары США. Он дает своему банку поручение на покупку долларов и предоставляет в его распоряжение марки. На основе поручения банк покупает на межбанковском рынке необходимую сумму иностранной валюты и зачисляет ее на счет клиента.

Для покупки ценных бумаг проводятся следующие операции:

	Покупка	Продажа
Межбанковская сделка	USD	DEM
Сделка банка с клиентом	DEM	USD
Сделка клиента	USD	DEM

Если ценные бумаги будут снова проданы, клиент получит за них доллары США, которые он должен конвертировать в немецкие марки. Рассмотренные операции будут проведены тогда в обратном порядке.

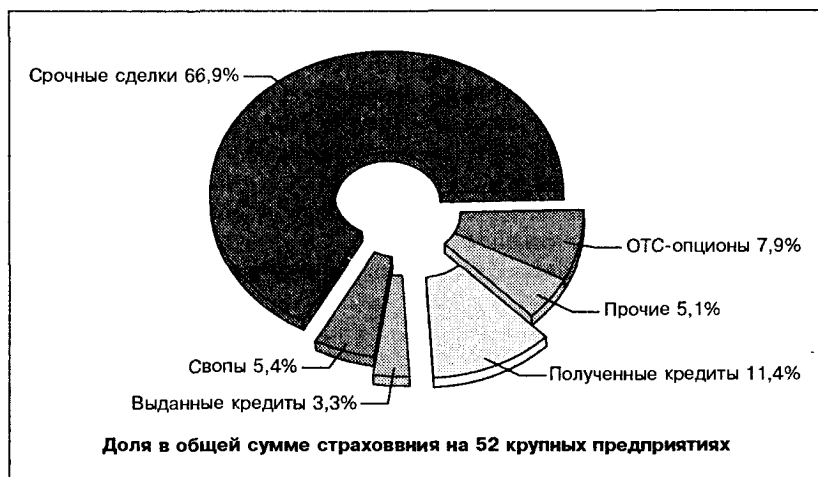
У каждого предприятия, осуществляющего платежи в иностранной валюте или получающего ее, возникают проблемы страхо-

вания риска изменения валютных курсов. Валютный курс, принятый в расчет при заключении сделки, может существенно измениться при наступлении срока платежа. Неблагоприятное изменение курса негативно отразится на прибыли от основной сделки.

Коммерческие банки предлагают своим клиентам широкий набор инструментов страхования таких валютных рисков. Решение о том, какой уровень риска необходимо страховать и какие инструменты при этом использовать, принимают менеджеры финансового отдела предприятия.

Публикации об объемах и инструментах страхования, используемых предприятиями, встречаются довольно редко. Х. Хинц исследовал состав портфеля инструментов страхования валютных рисков 52 предприятий — импортеров и экспортеров за период с октября 1987 г. по март 1988 г. Результаты этого исследования он опубликовал в своей книге об основах оптимизации управления валютой\*.

Приведенные на рис. 2 данные о стоимостной структуре портфеля инструментов страхования получены на основе 52 ответов. Процентные доли инструментов страхования в общей его сумме рассчитаны на базе абсолютных стоимостей (в различной валюте) и относительных стоимостей (в различных относительных величинах).



Источник: Хинц, опрос (октябрь 1987 г. — март 1988 г.)

Рис. 2. Страхование на крупных предприятиях — экспортерах и импортерах

\* Hinz, Holger. Optimierungsansätze für das Devisenmanagement. S.33. Wissenschaftsverlag Vauk, Kiel.

Данные, приведенные на рис. 2, показывают, что страхование рисков валютных курсов на предприятиях осуществлялось на момент опроса в основном посредством форвардных сделок с валютой. Возможности страхования с помощью ОТС (межбанковских) опционов (7,9%) и своп-сделок (5,4%) использовались относительно мало. Все указанные инструменты страхования и их практическое применение будут подробно рассмотрены в последующих главах.

### 2.3. Центральные банки

Центральные банки выступают на валютных рынках двояким образом. Прежде всего они являются участниками рынка, имеющими подобно коммерческим банкам собственные интересы. Для своей коммерческой деятельности, как, например, инкассация чеков и учет векселей, конвертация процентных доходов в иностранной валюте и т.п., они покупают и продают эту валюту. Большую часть такой коммерческой деятельности составляют платежи в иностранной валюте международным институтам.

Другой задачей центральных банков является обеспечение устойчивости собственной валюты не только внутри страны, но и в отношениях с другими валютами. Поэтому они участвуют в операциях на валютных рынках для защиты собственной валюты. Центральные банки решительно вмешиваются в рыночную ситуацию, покупая и продавая валюту, особенно в случаях экстремального отклонения курсов и отсутствия гарантий нормального функционирования валютных рынков (*disorderly markets*).

Центральные банки стран, входящих в валютные системы, обязаны поддерживать в твердо установленных границах курсы своей валюты относительно валют других стран, входящих в данную систему. При необходимости с помощью операций купли-продажи валюты они должны восстанавливать курсовые соотношения.

Вторжение центральных банков на валютный рынок с целью поддержания курса своей валюты называется *интервенцией*. Интервенции центральных банков совершаются на межбанковских рынках, через брокерские конторы, а также на валютных биржах.

### 2.4. Брокерские фирмы

Дилинговым подразделениям банков, даже хорошо технически укомплектованным и с компетентным персоналом, довольно сложно непрерывно отслеживать состояние рынков и быстро находить контрагентов для заключения наиболее выгодных сделок. Со вре-

менем возникли брокерские конторы, взявшие на себя функции межбанковского посредничества в валютных и процентных сделках. Деятельность валютных брокеров в ФРГ сводится к роли посредников: открытие валютной позиции за счет собственных средств им не разрешается. Центр тяжести работы брокеров — их участие в спот-, своп- и процентных сделках.

Преимущество сотрудничества банков с брокерами заключается в их постоянной связи — в основном открытой телефонной или через другие средства коммуникации — с банками внутри страны и за границей. Банки, сотрудничающие с брокером, дают ему поручения на покупку-продажу валюты и устанавливают курсы, которые он передает другим банкам. Поскольку он в силу обстоятельств передает только наилучшие курсы покупки-продажи, банки получают эффективные курсовые позиции для быстрого заключения сделок.

Как и на межбанковском рынке, в отношениях между банками и брокерами сложились общепринятые международные правила. Банк, котирующий валюту, обязан торговать по установленным им курсам до их изменения. Чтобы обеспечить доверие к рынку, брокер не должен называть банки, устанавливающие курсы. Имена контрагентов становятся известными только при заключении сделки, причем сразу же.

Сделки с помощью брокерских контор заключаются в основном между банками. За посредническую деятельность брокер получает комиссионное вознаграждение от участвующих в сделке банков.

## ОБЗОР: Участники рынка

Участники рынка	Сделки	Мотивы
<b>Коммерческие банки</b>	<input type="checkbox"/> Сделки для клиентов <input type="checkbox"/> Торговля за собственный счет	<input type="checkbox"/> Проведение платежей <input type="checkbox"/> Получение прибыли или выравнивание позиций по клиентским сделкам
<b>Предприятия (импортеры, экспортеры)</b>	<input type="checkbox"/> Покупка и продажа валюты <input type="checkbox"/> Сделки для страхования валютных рисков <input type="checkbox"/> Получение и предоставление кредита в инвалюте	<input type="checkbox"/> Платежи в иностранной валюте <input type="checkbox"/> Создание надежной базы для калькуляции себестоимости, исключение валютных рисков, использование шансов <input type="checkbox"/> Получение выгодных условий
<b>Центральные банки</b>	<input type="checkbox"/> Покупка и продажа валюты <input type="checkbox"/> Интервенции	<input type="checkbox"/> Платежи, инкассация чеков, учет векселей и т.п. <input type="checkbox"/> Покупка-продажа валюты для поддержания валютных рынков, обеспечение их нормального функционирования
<b>Брокеры</b>	<input type="checkbox"/> Посредничество при валютных и процентных сделках, установлении курсов	<input type="checkbox"/> Получение прибыли в виде комиссионных или процентов от сделки



### 3. Основные понятия

Для понимания рассматриваемых в дальнейшем базисных операций валютной торговли необходимо усвоить некоторые основные понятия.

#### 3.1. Курс валюты \*

В качестве валюты определяются помещенные за границей активы банков в иностранной валюте, а также подлежащие оплате за границей в иностранной валюте чеки и векселя. При этом речь идет исключительно о безналичных деньгах.

Стоимость валюты, как и при торговле товарами, выражается в цене, которая зависит от спроса и предложения. Цена определенной величины валюты устанавливается в относительных единицах другой валюты — национальной или иностранной. Цена иностранной валюты называется валютным *курсом*.

#### 3.2. Арбитраж

Понятие, наиболее часто используемое в валютной торговле, — *арбитраж*. В начале свободной торговли валютой оно означало безрисковое использование различных валютных курсов на разных торговых площадках. Различали два вида арбитража: выравнивающий и дифференцированный. Если валютный дилер продавал, например, французские франки за немецкие марки, то ему могло быть выгодным вначале купить за марки швейцарские франки, чтобы затем продать их за французские франки. Использование третьей валюты обеспечивало более низкую окончательную продажную цену франков относительно немецких марок, чем их прямая продажа за марки. Данный вид арбитража назывался *выравнивающим*.

\* Автор в названии этого параграфа и в названии и содержании книги в целом использует не прямой термин “валюта” (Währung), а термин “деvisы” (Devisen), который имеет более широкий смысл, чем валюта или иностранная валюта (ausländische Währung). Однако в русскоязычной экономической литературе термины “валюта”, “иностранная валюта”, как правило, применяются в смысле, тождественном термину “деvisы”. Поэтому термин “деvisы” переведен как “валюта” или “иностранная валюта”. (Прим. пер.)

	Продажа	Покупка
Исходная операция	фр. франк	нем. марка
Арбитражная операция	нем. марка	швейц. франк
Арбитражная операция	швейц. франк	фр. франк

Вторая форма арбитража — *дифференцированный арбитраж*. Так называлось быстрое использование курсовых разниц на разных площадках. Валютный дилер мог, например, одновременно предложить разным банкам котировать доллар за марки. Если какой-то банк покупал доллары по более высокой цене, чем другой продавал, то дилеру становилось выгодно купить доллары по более низкой цене и тут же продать их по более высокой цене первому банку.

Современные мировые информационные и коммуникационные системы, охватывающие весь мир, сделали и выравнивающий, и дифференцированный арбитраж практически невозможным. Используемое теперь понятие *арбитраж* обозначает создание позиции в иностранной валюте, позволяющей в относительно короткий срок получать прибыль от выгодного изменения валютных курсов. Эти операции, однако, не являются полностью безрисковыми.

### 3.3. Обозначения валют

Для того чтобы общаться на одном языке, все участники валютной торговли признают и соблюдают сформировавшиеся со временем международные стандарты и правила. Так, например, для обозначения валют во всех письменно заключаемых сделках, а также при их подтверждении применяются так называемые ISO-коды (ISO — международная организация по стандартизации). Они связаны также с международными платежами. Код отдельной валюты состоит из трех букв: первые две буквы обозначают страну, третья — валюту. Эти коды используются в последующих главах книги для краткого обозначения валют. Коды некоторых валют представлены в приложении (см. с. 174).

### 3.4. Стандартные единицы

Для котировки каждой валюты существуют международные стандартные единицы. Курс доллара США относительно немецкой марки 1,6 означает, что стоимость одного доллара составляет 1,6 не-

мецкой марки. Курс доллара США всегда выражается для одной единицы доллара, так же как и курс британского и ирландского фунтов, австралийского и канадского долларов.

Для оценки европейской валюты (за исключением британского и ирландского фунтов) в других европейских валютах в большинстве случаев используется стандартная единица 100, для итальянской лиры — 1000. Японская иена относительно европейских валют котируется в 100 единицах.

Единица	Валюта					
	USD	GBP	IEP	CAD	AUD	ECU
1						
100	ATS	BEF	DEM	FRF	NLG	DKK
	SEK	NOK	FIN	CHF	JPY	
1000	ITL					

Котировки курсов различаются и в том случае, когда валюта измеряется с точностью до двух, трех или четырех десятичных знаков.

### 3.5. Торгуемая валюта и валюта котировки

При международной валютной торговле продаются и покупаются суммы, кратные стандартным единицам. Валюта, которая покупается или продается, т.е. торгуется, называется торгуемой, а валюта, которая служит для оценки торгуемой валюты, — валютой котировки.

Курс FRF/DEM 29,50<sup>»</sup> означает, что за 100 французских франков необходимо заплатить или получить 29,5 немецкой марки. Торгуемой валютой в этом случае является французский франк, который выражает свою стоимость в другой европейской валюте (здесь — в немецких марках). Цена 100 фр. франков непрерывно изменяется в зависимости от спроса и предложения, стандартная единица торгуемой валюты — здесь 100 — остается постоянной.

Обычно при обозначении валютного курса иностранная валюта выступает в качестве торгуемой, а местная — в качестве валюты котировки. Такая котировка называется прямой или оценочной: цена определенной величины иностранной валюты выражается в переменных единицах национальной.

Страна	Торгуемая валюта	Валюта котировки	Цена
Германия	USD	DEM	1,6000
Франция	DEM	FRF	338,98
Бельгия	USD	BEF	33,00

Некоторые валюты котируются противоположным образом. Валюты стран Британского содружества (английский и ирландский фунты или австралийский доллар) всегда выступают в качестве торгуемой валюты. Стандартные котировки английского фунта стерлингов относительно доллара США и немецкой марки выглядят следующим образом:

Страна	Торгуемая валюта	Валюта котировки	Цена
Великобритания	GBP	USD	1,5500
Великобритания	GBP	DEM	2,4100
Германия	GBP	DEM	2,4100
Германия	GBP	USD	1,5500

Такого рода котировка курса, когда внутренняя валюта является торгуемой, называется косвенной или обратной котировкой. Цена стандартной единицы местной валюты выражается в переменных единицах иностранной валюты. Чтобы облегчить валютную торговлю, американские банки решили присоединиться к общепринятым обычаям и котировать свою валюту в США также в качестве торгуемой. Европейская валютная единица (ЭКЮ) также имеет обратную котировку.

### 3.6. Курсы Bid и Offer

В торговле банков друг с другом (межбанковской торговле) банк, котирующий валюту, обычно называет курсы покупки и продажи. Курс покупки обозначается как курс *Bid*, курс продажи — *Offer*.

При прямой котировке курс *Bid* является курсом, по которому банки покупают торгуемую (иностранную) валюту и продают национальную. Курс *Offer* является курсом, по которому банк продает торгуемую валюту и покупает национальную. Величина, на которую курс *Bid* отличается от курса *Offer*, называется *спредом*.

**Пример 1. Прямая котировка.** Немецкое предприятие хотело бы продать 1 млн. долл. за немецкие марки; по запросу оно получило от своего банка такую котировку: USD/DEM: 1,5010—1,5020.

Банк-дилер готов за 1 долл. платить 1,5010 нем. марки; с другой стороны, он хочет при продаже 1 долл. получить 1,5020 нем. марки. Клиент, напротив, получит 1,5010 нем. марки за 1 долл. и должен заплатить 1,5020 марки за 1 долл. Он продает банку 1 млн.

долл. по курсу 1,5010 и получает эквивалент стоимости в нем. марках — 1 501 000. Операции предприятия и банка представлены в таблице и на рис. 3.

	Покупка		Продажа	
Операция предприятия	DEM	1 501 000	USD	1 000 000
Операция банка	USD	1 000 000	DEM	1 501 000

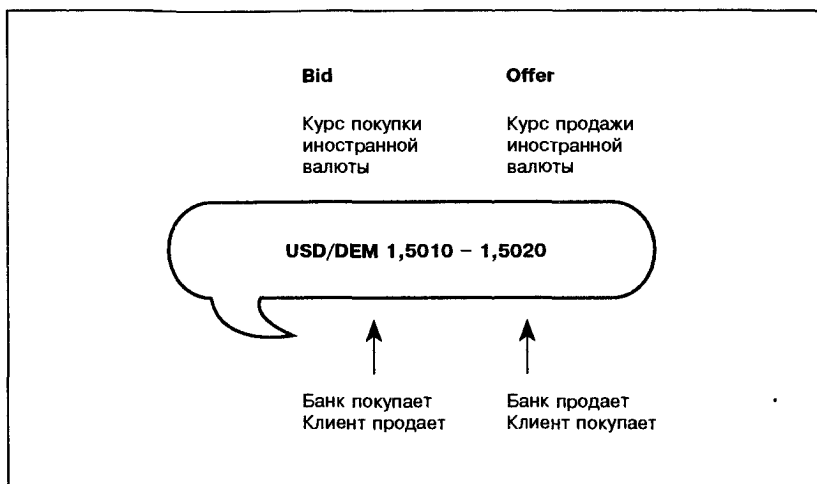


Рис. 3. Прямая котировка

**Пример 2. Обратная котировка.** При обратной котировке валюты Bid является курсом, по которому банк покупает местную (торгуемую) валюту, а Offer — курсом, по которому местная валюта продается.

Британское предприятие хотело бы продать 1 млн. фунтов стерлингов за доллары; по запросу от своего банка в Англии оно получает следующий курс: GBP/USD: 1,5500 — 1,5510. По этому курсу банк покупает 1 фунт за эквивалент 1,5500 долл. и хотел бы за продажу 1 фунта получить 1,5510 долл. Предприятие может обменять 1 млн. фунтов по курсу 1,5500 и получить 1 550 000 долл. (см. таблицу и рис. 4).

	Покупка		Продажа	
Операция предприятия	USD	1 550 000	GBP	1 000 000
Операция банка	GBP	1 000 000	USD	1 550 000



Рис. 4. Обратная котировка

**Пример 3. Обратная котировка.** Британское предприятие хотело бы продать 1 млн. долл. за английские фунты стерлингов; от своего банка оно получает по запросу следующую котировку: GBP/USD: 1,5500 — 1,5510.

В этом случае фунт выступает как торгуемая валюта. Но предприятие хочет обменять твердую сумму валюты котировки — долларов. Точно так же валютные дилеры, которые не всегда имеют дело с валютой с обратной котировкой, затрудняются иногда ответить на вопрос: по какому курсу банк покупает доллары и продает фунты? Ответ таков: банк продает фунты и покупает доллары по курсу Offer 1,5510.

	Покупка		Продажа	
Операция предприятия	GBP	644 745,33	USD	1 000 000,00
Операция банка	USD	1 000 000,00	GBP	644 745,33

### 3.7. Спред

При любой котировке — прямой или обратной — клиент продает торгуемую валюту по курсу Bid котировщика (наиболее низкий курс) и покупает по курсу Offer (наиболее высокий курс). Различие между курсами Bid и Offer называется *спредом*. Естественно, что

для клиента всегда выгоден малый спред. Банки в большей мере готовы работать с небольшим спредом, когда валюта обладает высокой ликвидностью, и в меньшей мере, когда рыночные объемы торговли данной валютой невелики. В этом случае довольно трудно найти партнера и закрыть валютную позицию. По соображениям безопасности спред увеличивается также в сравнении с обычными рынками на неустойчивых рынках, перед публикацией важных экономических данных, вследствие политических событий или в конце торгового дня.

Отклонения в объемах сделок в меньшую или в большую сторону от обычных приводят, как правило, к увеличению спреда. Обычные объемы сделок, например, для американских долларов составляют от 3 до 5 млн., для голландских гульденов или швейцарских франков — от 5 до 10 млн.

### 3.8. Маржа

При заключении сделок между банками и их клиентами в установленные курсы обычно уже включена *маржа*. Это происходит при операциях, которые совершаются не по межбанковским курсам.

Например, предприятие хочет продать банку А английские фунты за немецкие марки, при этом курс GBP/DEM на межбанковском рынке находится в границах от 2,4310 до 2,4320. Таким образом, банк А может продать фунты другому банку за немецкие марки по курсу 2,4310. Чтобы получить прибыль от сделки с клиентом, банк А платит ему меньше, чем 2,4310, предположим, 2,4240. При покупке фунтов банк А установил бы для клиента более высокий, чем рыночный, курс Offer, предположим, 2,4390.

Немецкие банки в качестве базы для расчета маржи используют “официальную” маржу Франкфуртской валютной биржи (см. раздел 4.8.2).

Если банк и его клиент договариваются о меньшей марже, то речь идет об особых условиях. Важную роль при согласовании величины маржи между банком и его клиентом играет платежеспособность последнего. Принимаются во внимание также объем сделки и вид валюты. На межбанковском рынке труднее выравнять позицию с нестандартной суммой сделки или “экзотической” валютой, чем позицию с нормальным объемом валюты, пользующейся большим спросом.

## ОБЗОР: Основные понятия

Валюта	Банковские активы в иностранной валюте, размещенные за границей, а также чеки и векселя, подлежащие оплате за границей
Арбитраж	Безрисковое использование различий в ценах: <ul style="list-style-type: none"><li><input type="checkbox"/> Выравнивающий арбитраж: использование ценовой дифференциации в целях получения прибыли путем опосредования обменной сделки третьей валютой</li><li><input type="checkbox"/> Дифференцированный арбитраж: использование ценовой дифференциации на разных площадках торговли валютой</li><li><input type="checkbox"/> В настоящее время под арбитражем понимается очень краткосрочное (рисковое) открытие валютной позиции с целью получения прибыли</li></ul>
ISO-(Currency-)коды	Обозначения валют, принятые международной организацией по стандартизации, например USD для доллара США (см. приложение 14.3)
Стандартные единицы	Твердо установленные величины при валютных котировках, например 100 единиц для французских франков или 1000 единиц для итальянской лиры (см. приложение 14.3)
Торгуемая валюта	Валюта, которая продается или покупается, например доллар США
Валюта котировки	Валюта, в которой торгуемая валюта (например, 1 долл.) выражает свою цену, например котировка немецкой марки: USD/DEM.
Прямая котировка	Прямая котировка: цена торгуемой валюты (иностранной) выражается в валюте котировки (национальной), например USD/DEM.
Обратная котировка	Обратная котировка: цена торгуемой валюты (здесь — национальная валюта!) выражается в валюте котировки (здесь — иностранная валюта!), например GBP/USD.
Курс Bid и курс Offer	Курс покупки/курс продажи (курс Offer обычно более высокий)
Спред	Величина, на которую курс Offer отличается от курса Bid
Маржа	Величина, на которую курс покупки или продажи валюты клиенту отличается от межбанковского курса (премия/дисконт)



## 4. Операции на условиях спот

### 4.1. Валютирование

В наибольшем объеме на валютных рынках совершаются сделки спот. Сделками спот называются все валютные операции, платежи по которым осуществляются на второй банковский день после заключения сделки. Если этот день приходится на выходной в одном из мест исполнения, то датой исполнения (датой валютирования) становится ближайший рабочий день для обеих площадок. Курс, по которому заключаются сделки спот, называется *курсом спот*.

Дата заключения сделки		Дата валютирования	
Понедельник	7 марта	Среда	9 марта
Четверг	7 апреля	Понедельник	11 апреля
Четверг	30 июня		(4 июля — праздничный день в США)
		Вторник	5 июля

### 4.2. Котировка курсов

Откуда европейский валютный дилер получает утром информацию о движении курсов вне европейского рынка и о последнем состоянии доллара или другой валюты? В Европе активная торговля начинается около 9 часов утра местного времени. Однако еще раньше валютные дилеры по электронным информационным системам получают сведения о движении курсов и последние сообщения с американских и азиатских рынков. Вследствие различий во времени американские валютные рынки при открытии европейских еще закрыты, на азиатских же торговый день завершен.

Решения о курсах открытия рынка принимаются на основе движения цен на неевропейских площадках, оценки новых экономических данных или ожидаемых в течение дня политических событий, а также собственных прогнозов дальнейшего движения курсов. Первые курсы в Европе дилер назначает, запрашивая также другие банки и котирующих брокеров.

В течение дня дилер постоянно обращается к этим информационным источникам. На рис. 5 показано устройство табло поставщика информации — агентства Рейтер. На табло представлены курсы спот доллара относительно основных валют, а также золота и серебра. Рядом с ISO-кодами валют котировки стрелками указыва-

EFX RIC	Latest Spots		NAME	Page	DEAL	TIME	HIGH	BID	LOW	BID
	BID	/ ASK								
DEM	1.7292	/ 1.7297	SOC GENERALE	PAR	SOGE	SGSP	09:00	1.7338	1.7270	
JPY	127.06	/ 127.12	B F C MUTUEL	PAR	BFCM	BFED	09:00	127.42	126.05	
GBP	1.6907	/ 1.6914	ROY SCOT	LON	RBSY	RBSL	09:00	1.6948	1.6905	
CHF	1.4017	/ 1.4023	B F C MUTUEL	PAR	BFCM	BFED	09:00	1.4065	1.3998	
FRF	5.7879	/ 5.7907	SOC GENERALE	PAR	SOGE	SGSP	09:00	5.8034	5.7829	
NLG	1.9485	/ 1.9490	ING BANK	AMS	INGX	INGX	09:00	1.9540	1.9463	
ITL	1693.50	/ 1694.00	BANKA SELLA	BJE	SELI	SELB	09:00	1698.80	1691.17	
BEF	35.668	/ 35.677	SE BANKEN	HKG	SEBH	SEBH	08:58	35.760	35.607	
ECU	1.1445	/ 1.1452	BCI	MIL	BCTX	BCTY	09:00	1.1468	1.1420	
XAU	306.15	/ 306.55	CHASE	LON	CMGL		09:00	306.40	305.30	
XAG	5.13	/ 5.15	J ARON	LON	JAUJ	JAUJ	08:53	5.13	5.13	
IEP	1.5048	/ 1.5088	ICON	DUB	ICON	IIII	09:00	1.5108	1.5059	
AUD	0.6932	/ 0.6937	BANKERS	SYD	BTAA	BTAA	09:00	0.6983	0.6920	
CAD	1.4154	/ 1.4159	ROYAL BK CAN	LON	RBCL	RBCL	08:57	1.4154	1.4132	

Рис. 5. Экран Рейтер EFX: актуальные курсы спот

ются изменения предыдущих курсов. Курсы Bid и Offer отдельных валют (Рейтер использует *ask* вместо *offer*) постоянно обновляются поставщиками информации, имена которых указаны сокращенно. Под обозначениями *Src* и *Deal* указываются коды вводящих сторон и дилинговой системы (см. раздел 11.3). Чтобы сориентировать пользователя относительно актуальности курсов, сообщается время последнего ввода данных. Наивысшие и наименьшие курсы всегда обновляются в 21.50 по Гринвичу, что дает общее представление о движении курсов за этот отрезок времени.

### 4.3. Межбанковская торговля

Предположим, первые котировки USD/DEM составляют утром 1,6550—1,6555. Дилер банка А ожидает в течение дня снижения курса доллара; он будет пытаться продать доллары как можно дороже. Естественно, что для него выгоднее продавать доллары по своему курсу Offer, чем по курсу Bid другого банка.

Если банк Б запрашивает у банка А котировку USD/DEM, дилер банка А может выставить курс Offer немного более выгодный, чем на рынке, но не слишком отклоняющийся от рыночного курса. Большое отклонение курса могло бы рассматриваться как некомпетентность дилера.

Типичный запрос котировки и заключение сделки могут выглядеть следующим образом:

Банк Б: Доброе утро. Каков спот USD/DEM?  
Банк А: 48—53.  
Банк Б: Пожалуйста, 5 долл. по 53.  
Банк А: Сделано, мои марки в ЛЦБ, Франкфурт.  
Банк Б: Мои доллары в Ситибанке, Нью-Йорк.

Заключение этой сделки кажется маловразумительным только на первый взгляд. Запрос банка Б котировки спот сразу устанавливает вид сделки и дату валютирования. Котировка курса банком “48—53” означает USD/DEM 1,6548—1,6553, число перед запятой и первые два десятичных знака обычно опускаются, поскольку заранее известны.

Ответ банка Б “5 долл. по 53” говорит о том, что дилер готов купить 5 млн. долл. по цене 1,6553. В краткой форме называются также адреса для платежей валют, обычно только названия банков. Реквизиты контрагентов в большинстве случаев согласовываются перед оформлением договоров, как правило, бэк-офисом. В данном примере банк А имеет счет в немецких марках в Центральном земельном банке во Франкфурте-на-Майне, а банк Б — долларовой счет в Ситибанке в Нью-Йорке.

Банк А после заключения сделки имеет *короткую позицию*: дилер продал доллары, которых у него не было. Это рискованно, поскольку при неожиданном повышении курса доллары, которые необходимо выкупить после продажи, могут подорожать. Предположим, дилер решает уменьшить эти риски. Он может купить 3 млн. долл. у другого банка по курсу более низкому, чем 1,6553, или обратиться к брокеру, чтобы найти выгодный курс Offer для 3 млн. долл. и соответственно уменьшить свою позицию посредством котировки курса Bid. Дилер обращается к брокеру.

Заключение сделки при посредничестве брокера может выглядеть следующим образом:

Брокер: USD/DEM 49—54.  
Банк А: 50 Bid за 3.  
Банк X: 52 Offer.  
Брокер: USD/DEM 50—52.  
Банк Y: 3 по 50 твоё.

Заключение этой сделки также необходимо пояснить. Брокер выставляет не собственные котировки, а курсы различных банков. Он выбирает высший Bid и наилучший Offer, называя их клиентам, надеясь на заключение сделки или на более выгодную котировку.

“50 Bid за 3” означает, что дилер хотел бы купить 3 млн. долл. по курсу 1,6550; курс Offer 52 банка X не ограничен суммой, так что по этому курсу может быть продана любая стандартная сумма, минимум от 3 до 5 млн. долл. Брокер может теперь предложить другим банкам курс спот: 1,6550—52. Обороты речи, используемые дилерами и брокерами, хорошо известны: выражения “твое” (“я продаю тебе”) и “мое” (“я покупаю у тебя”). “3 по 50 твое” означает, что банк Y через брокера продает 3 млн. долл. банку A по курсу 1,6550.

За этими первыми сделками в течение дня последуют другие, их интенсивность определяется банком. Каждая отдельная операция заключает в себе валютные риски, величина которых зависит от суммы сделки и курсовых колебаний торгуемой валюты. Эти риски должны постоянно учитываться и контролироваться. Необходимые меры контроля, а также их техническое обеспечение будут рассмотрены в гл. 10. Кратко остановимся только на непосредственном оформлении сделки. Ее основные данные сразу же включаются в позицию дилера. В зависимости от технического оборудования офиса это делается вручную ассистентом дилера или самим дилером посредством ввода данных в компьютер. Учитываются покупки и продажи иностранной валюты, курсы, а также контрагенты. Таким образом, дилер постоянно располагает информацией о величине валютной позиции и ситуации с прибылью и убытками. Поскольку эта информация имеет первостепенное значение для его работы, она должна непрерывно обновляться.

Реквизиты для оформления сделки и ввода ее в компьютерную систему содержат следующие данные:

Контрагент:	банк Б
Валютирование:	спот
Продажа:	USD 5 000 000,00
Курс:	1,6553
Покупка:	DEM 8 276 500,00
Их платеж:	Ситибанк, Нью-Йорк
Наш платеж:	Центральный земельный банк, Франкфурт
Брокер:	—

В компьютерной системе эти данные пополняются, в необходимой форме учитываются, и на их основе проводятся платежи.

Валютный дилер контролирует величину позиции и результаты операций только в том случае, если после каждого заключения сделки они сразу же обновляются. Позиции дилера по отдельным валютам характеризуют величину нетто-позиции, т.е. позиции без учета срока платежей.

Если позиция дилера имеет положительное сальдо, то речь идет о *длинной* позиции; позиция с отрицательным сальдо иностранной валюты обозначается как *короткая* позиция. В принципе позиция дилера отражает торговую позицию банка. Но в случае, когда банк не может закрыть определенные долгосрочные валютные позиции, они ведутся обособленно от дневной позиции дилера. Тогда позиция дилера отличается от фактической валютной позиции банка.

#### 4.4. Лимиты в межбанковской торговле

Позиция по сделкам спот, сформировавшаяся в течение дня и не закрытая в конце его, заключает в себе большой курсовой риск, чем позиции в иностранной валюте, которые были в тот же день закрыты. Позиции, остающиеся открытыми до следующего дня, называются *овернайт-позициями*.

Чтобы ограничить риски таких позиций и управлять ими, нередко участникам торгов в США устанавливаются лимиты.

Предположим, дилер немецкого банка имеет в конце дня длинную позицию в 5 млн. долл. по курсу 1,6550, которую он хотел бы оставить открытой до следующего дня. Но одновременно он хотел бы при негативных для него изменениях курса доллара защитить себя от больших потерь на американском или азиатском рынке. В этом случае у него есть возможность выдать американскому банку так называемый *стоп-лосс-поручение*. Если он не желает, чтобы его потенциальные убытки превысили, например, 50 тыс. немецких марок, то его доллары должны быть проданы по курсу не ниже 1,6450.

Лимитированные поручения выдаются, как правило, американскому банку с инструкцией о передаче в Азию, если поручение не будет исполнено на американском рынке. Обычно лимитированные поручения выдаются внутри концерна или дружественному банку, с которым заранее была достигнута договоренность о принятии таких поручений. Лимитированные поручения выдаются всегда в письменной форме, чтобы принимающий банк мог использовать эту форму в качестве заявки для исполнения при достижении рынком заданного курса. Выдача лимитированных поручений осуществляется не только в межбанковской торговле. Нередко предприятия выдают лимитированные поручения обслуживающим их банкам. Эти письменные поручения должны содержать точные данные о покупке/продаже, торгуемой валюте и валюте котировки, заданном курсе, дате валютирования, способе платежа, сроке действия поручения и условиях передачи на другие рынки.

## 4.5. Кросс-курсы

Клиенты часто делают запросы о конвертации валют, отличных от доллара США, например об обмене голландских гульденов на немецкие марки или швейцарских франков на шведские кроны. Курсы, в которых доллар не является ни торгуемой валютой, ни валютой котировки, называются *кросс-курсами* (*Cross-Rates*).

Хотя в кросс-курсах отсутствует доллар, долларовые курсы торгуемой валюты и валюты котировки служат основанием для исчисления кросс-курса. Расчеты прямых и обратных котировок различаются.

На практике дилер имеет две возможности для закрытия позиции в недолларовых валютах.

- Указанный ниже порядок с использованием доллара.
- Прямая покупка или продажа иностранной валюты посредством заключения кросс-сделки на межбанковском рынке. Последнее может быть выгоднее, так как здесь отсутствуют операционные расходы по долларovým платежам и разница между курсами Bid и Offer в *твердых* кросс-валютах зачастую меньше, чем при торговле с использованием доллара.

**Пример 1.** Немецкий экспортер за товарные поставки во Францию получил французские франки, которые хотел бы конвертировать в немецкие марки. Дилер банка, обслуживающего сделку, может осуществить конвертацию в два этапа: продать французские франки за доллары, а затем продать уже доллары за марки. Перед дилером стоит теперь вопрос: по каким курсам он должен заключить свои сделки и сколько в конечном счете он получит немецких марок за продажу на рынке 100 французских франков? При покупке долларов они оплачиваются по курсу Offer USD/FRF, продаются же за марки по курсу Bid.

Сколько немецких марок получит дилер за 100 французских франков после заключения межбанковских сделок? Расчеты приведены на рис. 6.

**Пример 2.** Импортер хотел бы купить французские франки за немецкие марки. В этом случае дилер его банка продаст другому банку доллары по курсу Bid этого банка и купит франки. Доллары затем продаются за марки по курсу Offer третьему банку.

Из этих действий для определения кросс-курса строится "мостик", который объясняется на рис. 7 и 8. Долларовые курсы обеих валют *перекрестно* делятся, причем валюта котировки, курс которой должен быть рассчитан, находится вверху. Таким образом, кросс-курсы рассчитываются с применением сложного тройного правила.

Курсы, которые имеют обратную котировку, предполагают другую методику расчетов.

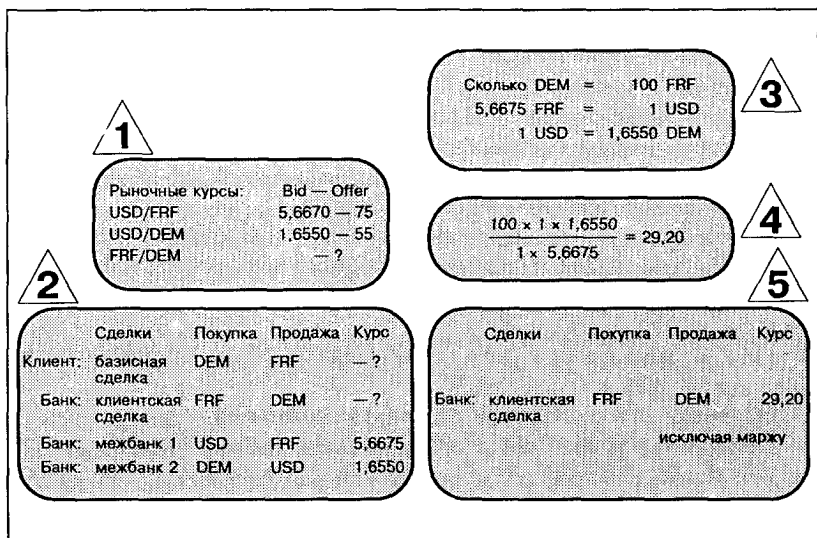


Рис. 6. Кросс-курсы: пример 1

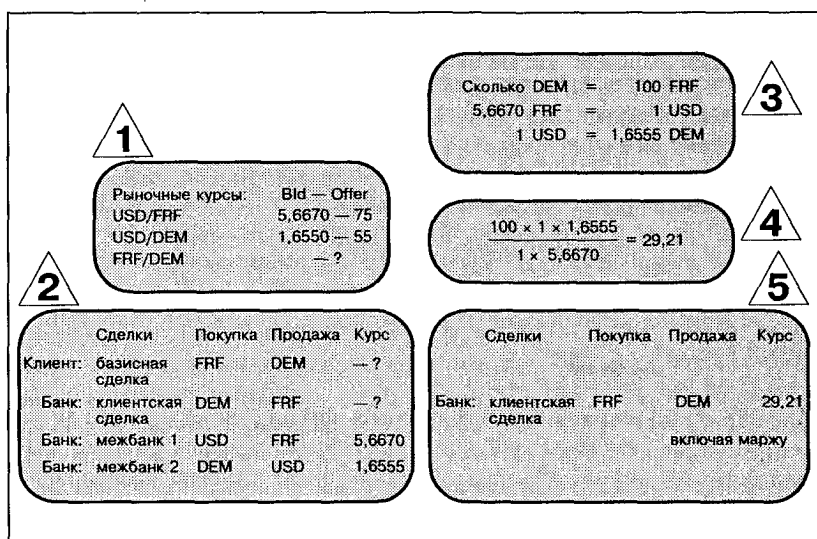


Рис. 7. Кросс-курсы: пример 2

**Пример 3.** Британское предприятие-импортер для платежей своим партнерам нуждается в немецких марках, за которые будет рассчитываться фунтами. Если дилер британского банка, кото-

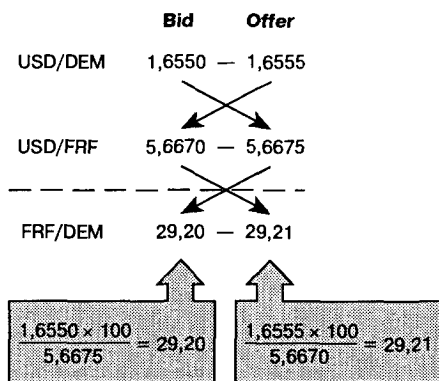


Рис. 8. Кросс-курсы: расчет к примерам 1 и 2

рый обслуживает это предприятие, захочет провести данную операцию через доллары, он должен будет поступить следующим образом: сначала купить за доллары по рыночному курсу Bid марки, а затем выкупить доллары за фунты. Поскольку фунты имеют обратную котировку, доллары опять будут проданы за фунты по курсу Bid.

Сколько немецких марок получит банк за продажу одного фунта, показывает следующий расчет (рис. 9).

**Пример 4.** Британский экспортер хотел бы конвертировать в фунты свою экспортную выручку, полученную в немецких марках. В этом случае его банк сначала продаст марки за доллары по курсу Offer. Доллары ему необходимы, чтобы купить фунты. Поскольку фунты имеют обратную котировку, доллары должны быть проданы за фунты также по курсу Offer. Сколько немецких марок расходует банк на покупку одного фунта? Расчет приводится на рис. 10.

Если торгуемая валюта имеет обратную котировку, ее кросс-курсы, исходя из приведенных примеров, рассчитываются следующим образом (рис. 11).

Когда дилер заключает клиентскую сделку с кросс-курсами и одновременно хочет открыть позицию в долларах, сделка часто позволяет получить выгодную исходную позицию.



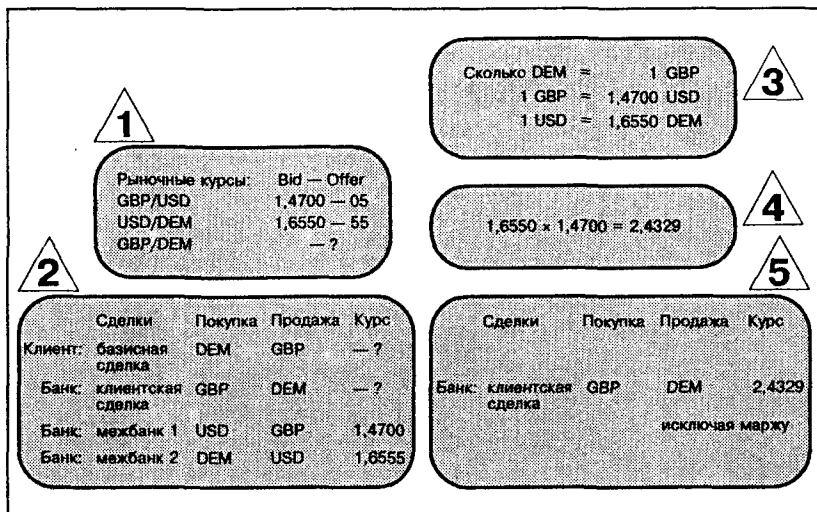


Рис. 9. Кросс-курсы: пример 3

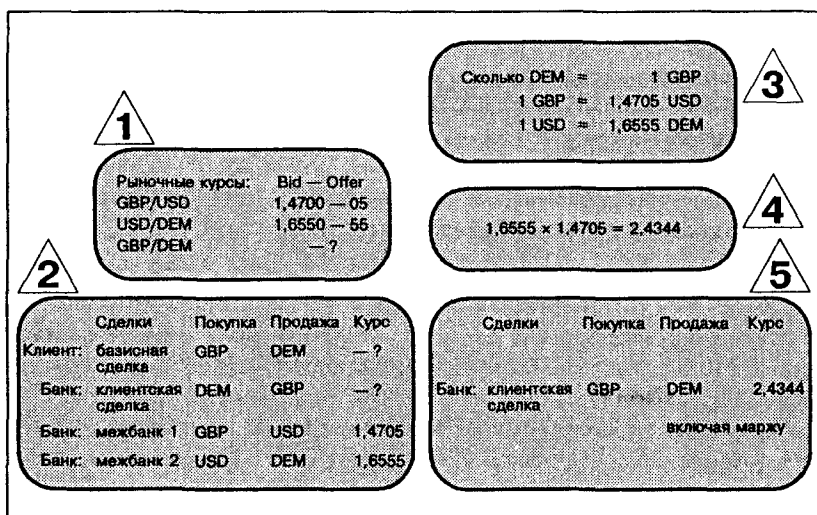


Рис. 10. Кросс-курсы: пример 4

**Пример 5.** Используя пример 1, можно представить следующую ситуацию. Валютный дилер, получающий на рынке 29,20 немецкой марки за 100 французских франков, договаривается с клиентом о марже в 5 пфеннигов. В итоге клиент получит 29,15 марки за 100 франков. Дилер предполагает рост курса USD/DEM и хочет открыть длинную

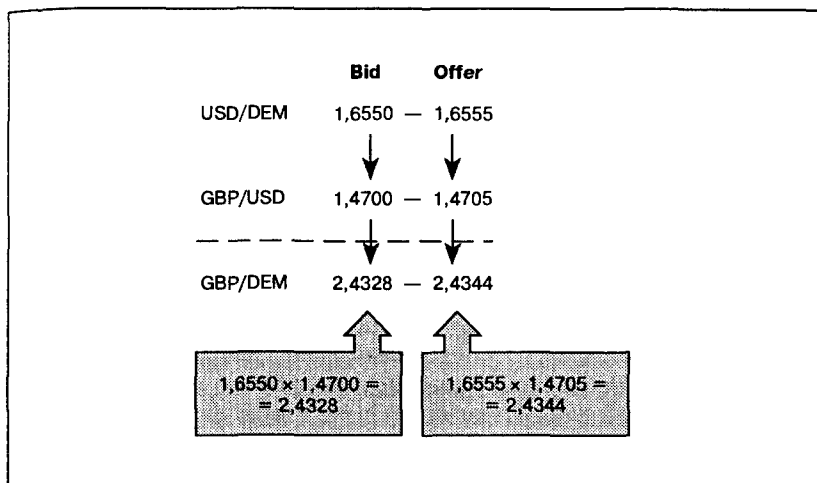


Рис. 11. Кросс-курсы: расчет к примерам 3 и 4

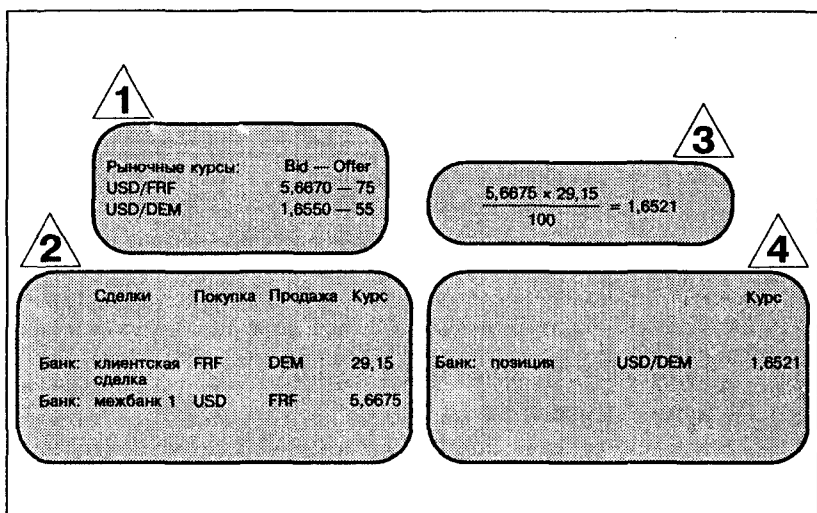


Рис. 12. Кросс-курсы: пример 5

позицию. После заключения клиентской сделки он купит доллары и продаст французские франки. Тем самым дилер откроет длинную позицию в долларах против марок. При заданных курсах можно рассчитать курс открытия позиции (рис. 12).

В результате дилер получает очень выгодный курс открытия позиции по сравнению с покупкой долларов за марки на межбанковском рынке.

## 4.6. Обратные курсы

Если дилер решает закрыть свою валютную позицию не через доллары, а непосредственно на рынке кросс-валют, он запрашивает котировки не только у банков на местном рынке, но и у банков страны иностранной валюты.

Предположим, что дилер немецкого банка, который купил у экспортера французские франки (см. пример 1 в разделе 4.5), запрашивает у французского банка кросс-курс. В ответ он получит иную, чем в Германии, котировку, например DEM/FRF 342,35—342,45, поскольку во Франции марка является иностранной, т.е. торгуемой, валютой. По какому курсу покупает французский банк франки и продает немецкие марки и будет ли сделка заключена по курсу Bid или по курсу Offer? Для немецкого дилера курс французского банка обратный (перевернутый) и котировка означает, что он продаст французские франки и купит немецкие марки по курсу Offer французского банка. Пересчет курса на немецкие условия следующий:

$$\frac{100 \times 100}{342,45} = 29,20.$$

В противном случае, если немецкий валютный дилер хочет купить французские франки, он должен будет это сделать по курсу Bid 342,35. Пересчет тогда будет следующий:

$$\frac{100 \times 100}{342,35} = 29,21.$$

Котировка курса французского банка 342,35—45 по немецким условиям означает FRF/DEM 29,20—21.

## 4.7. Связь между долларом США и кросс-курсами

Несколько лет назад рынки кросс-валют имели относительно низкую ликвидность, так что большинство валютных позиций закрывалось через американский доллар. Поэтому изменения кросс-курсов часто обуславливались изменениями соответствующих долларовых курсов. С увеличением объемов торговли валютами, отличными от доллара США, возросла также ликвидность рынков этих валют. Теперь нередко движение доллара определяется движением кросс-курсов.

## 4.8. Биржевая торговля

Валютные сделки спот осуществляются в Федеративной Республике Германии не только непосредственно между банками или между банками и предприятиями, но и на государственной валютной бирже, где параллельно свободной торговле ежедневно с 13 часов устанавливаются курсы 17 валют по отношению к немецкой марке. Преимущества торговли через биржу заключаются в конкурентном равенстве предприятий, покупающих и продающих иностранную валюту при посредничестве банков. Заявки на большие и малые суммы удовлетворяются здесь по одинаковому курсу, в то время как в межбанковской торговле довольно трудно заключить по выгодному курсу сделки на небольшие суммы.

Кроме того, курсы, установленные официально, признаются Федеральным банком и хозяйственными контролерами в качестве масштаба для балансов и статистики.

### 4.8.1. Организация Немецкой валютной биржи

Валютная биржа согласно параграфу 1 Биржевого устава является составной частью Франкфуртской фондовой биржи. Кредитные институты, допущенные к торговле на фондовой бирже, автоматически могут участвовать в работе валютной биржи, но должны быть на ней зарегистрированы. Федеральный банк имеет на валютной бирже своего постоянного представителя.

В Германии работают пять валютных бирж: во Франкфурте-на-Майне, Дюссельдорфе, Берлине, Мюнхене и Гамбурге. Франкфуртская биржа — ведущая; здесь устанавливается официальный курс валют, имеющий силу для всех биржевых площадок. Проводит котировки и выполняет поручения курсовой маклер, который утверждается в должности министром земли Гессен, осуществляющим контроль за биржей. Маклер выступает в качестве посредника между кредитными институтами, и ему не разрешается покупать и продавать за собственный счет.

Работа биржи организуется главным образом двумя органами: маклерской палатой и правлением. В компетенцию маклерской палаты входят котировка валют и надзор за курсовыми маклерами. На правление биржи возложена ответственность за соблюдение уставных требований в ходе официальных котировок. Непосредственно надзор осуществляют члены комитета по валютной торговле.

Федеральное правительство в лице министра финансов в соответствии с параграфом 1 главы 4 Закона о биржах правомочно в экстренных случаях по согласованию с министром экономики и

Федеральным банком вмешиваться в работу биржи, например приостанавливать торговлю при угрозе значительного расстройтва рынка.

#### 4.8.2. Официальные котировки

Кредитные институты участвуют в официальной торговле двояким образом. Во-первых, они выполняют поручения своих клиентов на покупку-продажу валюты; во-вторых, осуществляют сделки за собственный счет. Поручения клиентов могут иметь указания на курс исполнения: при покупке — по *лимитированному курсу* или по *наименьшей цене*, при продаже — также по *наилучшей цене* или по *лимитированному курсу*. Если поручение на покупку по курсу GBP/DEM содержит распоряжение “по любой цене”, то это означает, что покупатель согласен на исполнение поручения по официально устанавливаемому курсу. Если же приказ содержит указание “лимитировано 2,4340”, то это означает, что покупатель не готов платить больше, чем 2,4340 немецкой марки за 1 фунт. Приказ продавца “по наилучшей цене” означает, что он хотел бы продать по официальному курсу, при приказе на продажу GBP/DEM “лимитировано 2,4350” продавец не хотел бы получить за 1 фунт меньше, чем 2,4350 немецкой марки.

Чтобы исполнить поручения “по наилучшей цене”, маклер “рассчитывает” курс до тех пор, пока все поручения не компенсируются. Лимитированные поручения исполняются по возможности. До начала работы биржи банки собирают поручения на покупку и продажу от своих клиентов и направляют их сальдо, а также лимитированные ордера на соответствующие региональные биржи. Здесь сальдо поступивших поручений пересчитываются и вместе с лимитированными ордерами направляются на Франкфуртскую биржу.

В начале установления курса (фиксинга) официальный маклер называет начальную цену, базисом для определения которой служат курсы свободной торговли и выданные поручения. Во время котировки банки, имеющие представителей на бирже или телефонную связь с ней, могут изменять поручения, отзывать их или выдавать новые.

В табл. 2 показаны ряд котировок, места платежей, минимальные суммы сделок и разница между курсами Bid и Offer.

Методика установления курса объясняется на примере, взятом из публикаций Франкфуртской валютной биржи.

Начальный спред маклера для курса USD/DEM составляет 1,7394—99.

Таблица 2. Условия для котировки на Франкфуртской валютной бирже (по состоянию на 1 января 1994 г.)

Страна	Место платежа	Валюта	Единица валюты	Минимальная сумма сделки	Разница между курсами Bid и Offer в DEM
США	Нью-Йорк	USD	1, —	100 000, —	0,008
Великобритания	Лондон	GBP	1, —	20 000, —	0,014
Ирландия	Дублин	IEP	1, —	20 000, —	0,014
Канада	Монреаль, Торонто	CAD	1, —	50 000, —	0,008
Нидерланды	Амстердам, Роттердам	NLG	100, —	200 000, —	0,220
Швейцария	Цюрих, Базель	CHF	100, —	200 000, —	0,200
Бельгия	Брюссель, Антверпен	BEF	100, —	2 000 000, —	0,020
Франция	Париж	FRF	100, —	200 000, —	0,120
Дания	Копенгаген	DKK	100, —	200 000, —	0,120
Норвегия	Осло	NOK	100, —	200 000, —	0,120
Швеция	Стокгольм	SEK	100, —	200 000, —	0,120
Италия	Рим, Милан	ITL	1 000, —	50 000 000, —	0,008
Австрия	Вена	ATS	100, —	1 000 000, —	0,040
Испания	Мадрид, Барселона	ESP	100, —	2 000 000, —	0,008
Португалия	Лиссабон	PTE	100, —	1 000 000, —	0,006
Япония	Токио	JPY	100, —	10 000 000, —	0,003
Финляндия	Хельсинки	FIM	100, —	100 000, —	0,160

Покупка (в млн. USD)			Продажа (в млн. USD)		
3800	Франкфурт	по наименьшей цене	10 900	Франкфурт	по наилучшей цене
17 200	Дюссельдорф	по наименьшей цене	6500	Гамбург	по наилучшей цене
9000	Берлин	по наименьшей цене	5000	Франкфурт	лимитировано 1,7397
3300	Гамбург	лимитировано 1,7396	5000	Дюссельдорф	лимитировано 98
1000	Гамбург	лимитировано 97	7000	Франкфурт	лимитировано 98
			2000	Гамбург	лимитировано 98
			5000	Гамбург	лимитировано 99
34 300	всего		41 400	всего	

Покупка 34,3 млн. долл. по цене 1,7396 (низший лимитированный курс покупки) противостоит продаже 41,4 млн. долл. по цене 1,7399 (высший лимитированный курс продажи). Поскольку большинство лимитированных продаж предлагаются по цене 98, маклер может руководствоваться тем, что большинство сделок будет заключено по ценам между 1,7396 и 1,7398. Присутствующим на бирже банкам и региональным биржам он сообщает котировку 96—98. Исходя из этой котировки происходят следующие изменения:

- Франкфурт: дополнительная продажа 12 000 млн. USD по наилучшей цене.  
 Дюссельдорф: вместо покупки 17 200 млн. USD теперь продажа 2200 млн. USD по любой цене.  
 Мюнхен: дополнительная покупка 2400 млн. USD по наименьшей цене.

Теперь складывается следующая картина.

Покупка (в млн. USD)			Продажа (в млн. USD)		
3800	Франкфурт	по наименьшей цене	10 900	Франкфурт	по наилучшей цене
9000	Берлин	по наименьшей цене	12 000	Франкфурт	по наилучшей цене
2400	Мюнхен	по наименьшей цене	6500	Гамбург	по наилучшей цене
3300	Гамбург	лимитировано 1,7396	2200	Дюссельдорф	по наилучшей цене
1000	Гамбург	лимитировано 97			
19 500	всего	по 96	31 600	всего	по 96
			5000	Франкфурт	лимитировано 1,7397
			5000	Дюссельдорф	лимитировано 98
			7000	Франкфурт	лимитировано 98
			2000	Гамбург	лимитировано 98
			5000	Гамбург	лимитировано 99

Поскольку сумма поручений на продажу по цене 17,396 превышает сумму поручений на покупку на 12,1 млн. долл., лимитиро-

ванные поручения, содержащие более высокую цену продажи, не рассматриваются. После поступления дальнейшей информации с различных площадок всю предлагаемую сумму долларов покупает Франкфуртский банк. Официальный средний курс может устанавливаться теперь на уровне 1,7396.

#### 4.9. Расчеты по биржевым сделкам

Курс расчета по сделкам (фиксинг) устанавливается на бирже для каждой валюты. Если предприятие совершает покупку или продажу при посредничестве своего банка, банк начисляет ему маржу. Маржа для доллара США составляет 0,0040 пункта. Предположим, предприятие поручает своему банку купить на бирже доллары; официальный курс составляет 1,7396. В этом случае курс покупки для клиента 1,7436. Разница между курсами покупки и продажи, устанавливаемая правлением биржи для всех официальных валют, может рассматриваться в качестве полной маржи. Банк и предприятие могут договориться о меньшей марже. Если клиенту за сделку с долларами начислена маржа в 0,0020 пункта, речь идет о *половинной* марже; если же для расчета используется маржа в 0,0010 пункта — речь идет о *четвертной* марже (см. рис. 13).

На Франкфуртской валютной бирже в торговых сделках преобладают сделки спот, которые должны быть исполнены на второй рабочий день после заключения. Покупатель иностранной валюты должен перечислить продавцу эквивалент в немецких марках до начала работы биржи во Франкфурте-на-Майне.

На рис. 14—17 показаны средние официальные курсы различных валют на Франкфуртской бирже в 1986—1994 гг.

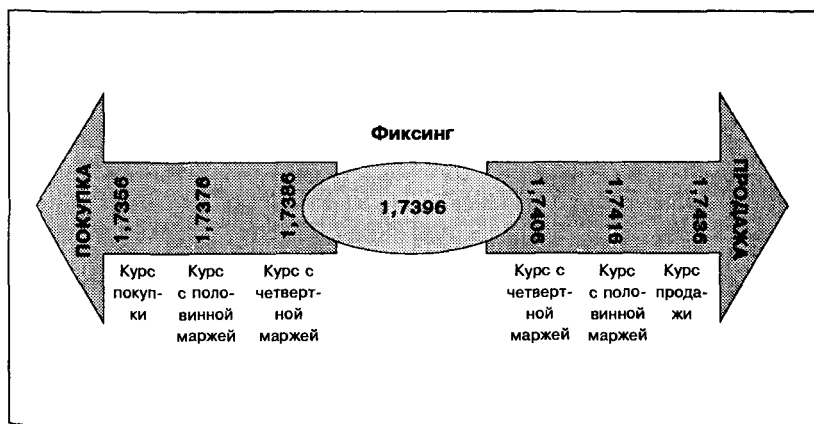


Рис. 13. Курсы покупки и продажи с половинной и четвертной маржей



USD/DEM

2,20

2,10

2,00

1,90

1,80

1,70

1,60

1,50

1,40

1,30

2,20

2,10

2,00

1,90

1,80

1,70

1,60

1,50

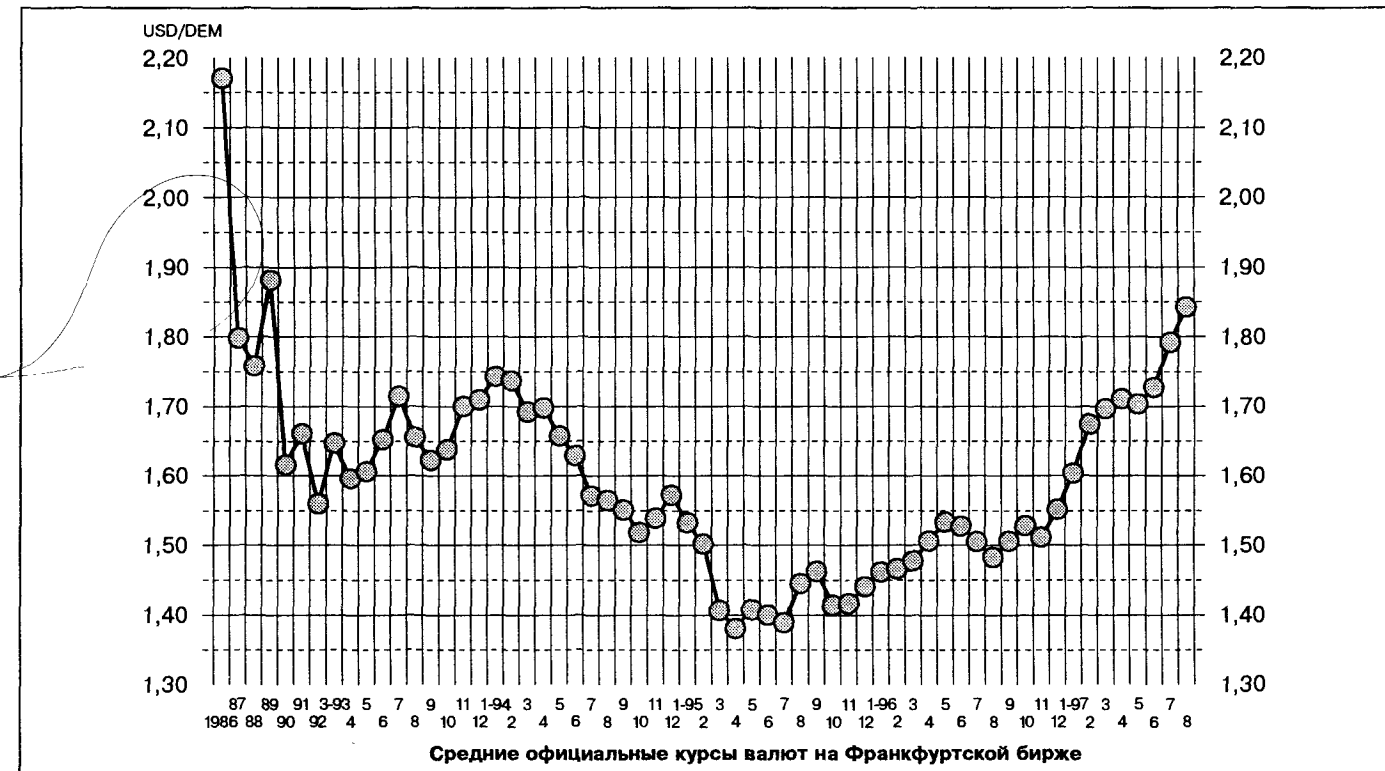
1,40

1,30

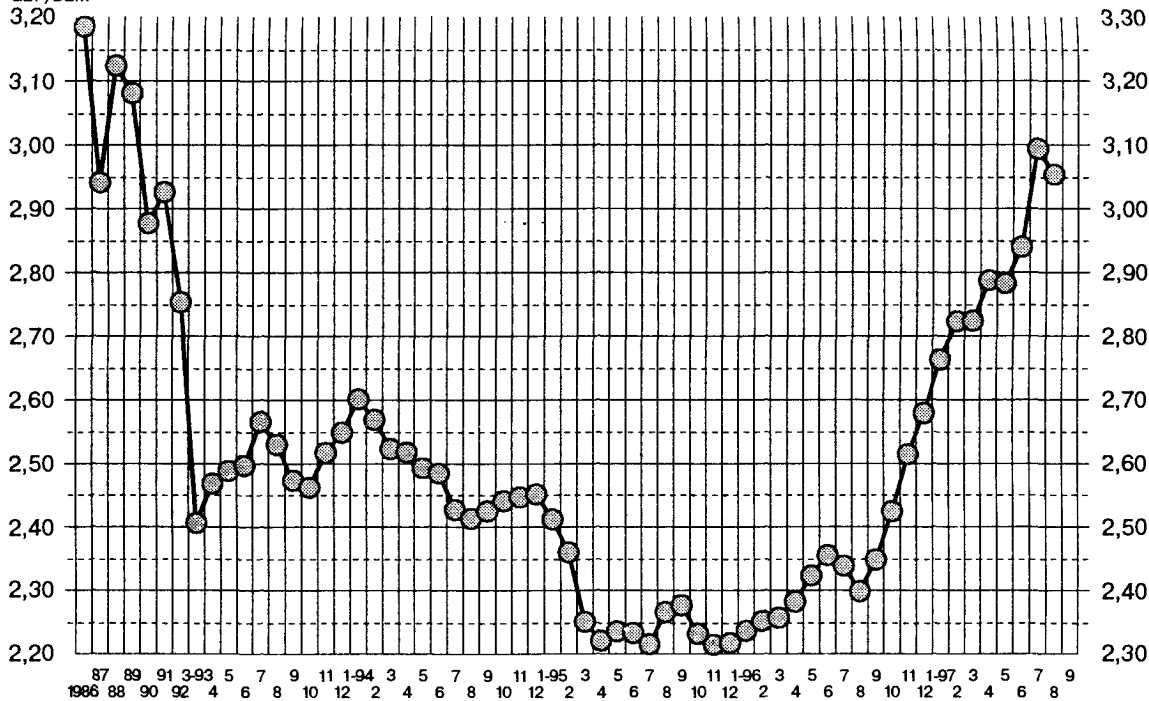
87 89 91 3-93 5 7 9 11 1-94 3 5 7 9 11 1-95 3 5 7 9 11 1-96 3 5 7 9 11 1-97 3 5 7

1986 88 90 92 4 6 8 10 12 2 4 6 8 10 12 2 4 6 8 10 12 2 4 6 8

Средние официальные курсы валют на Франкфуртской бирже



GBP/DEM  
3,20



Средние официальные курсы валют на Франкфуртской бирже

Рис. 15. Фиксинг фунта стерлингов, среднемесячные значения

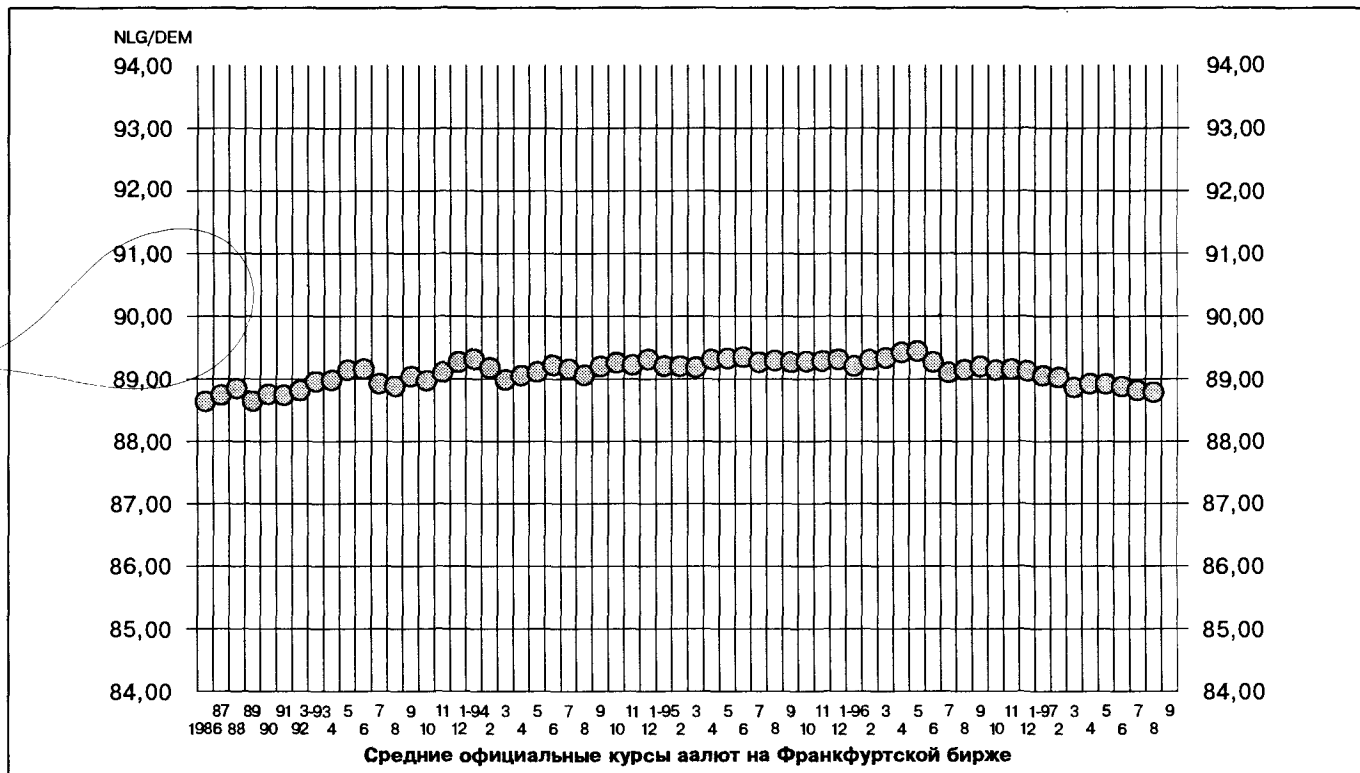


Рис. 16. Фиксинг голландского гульдена, среднемесячные значения

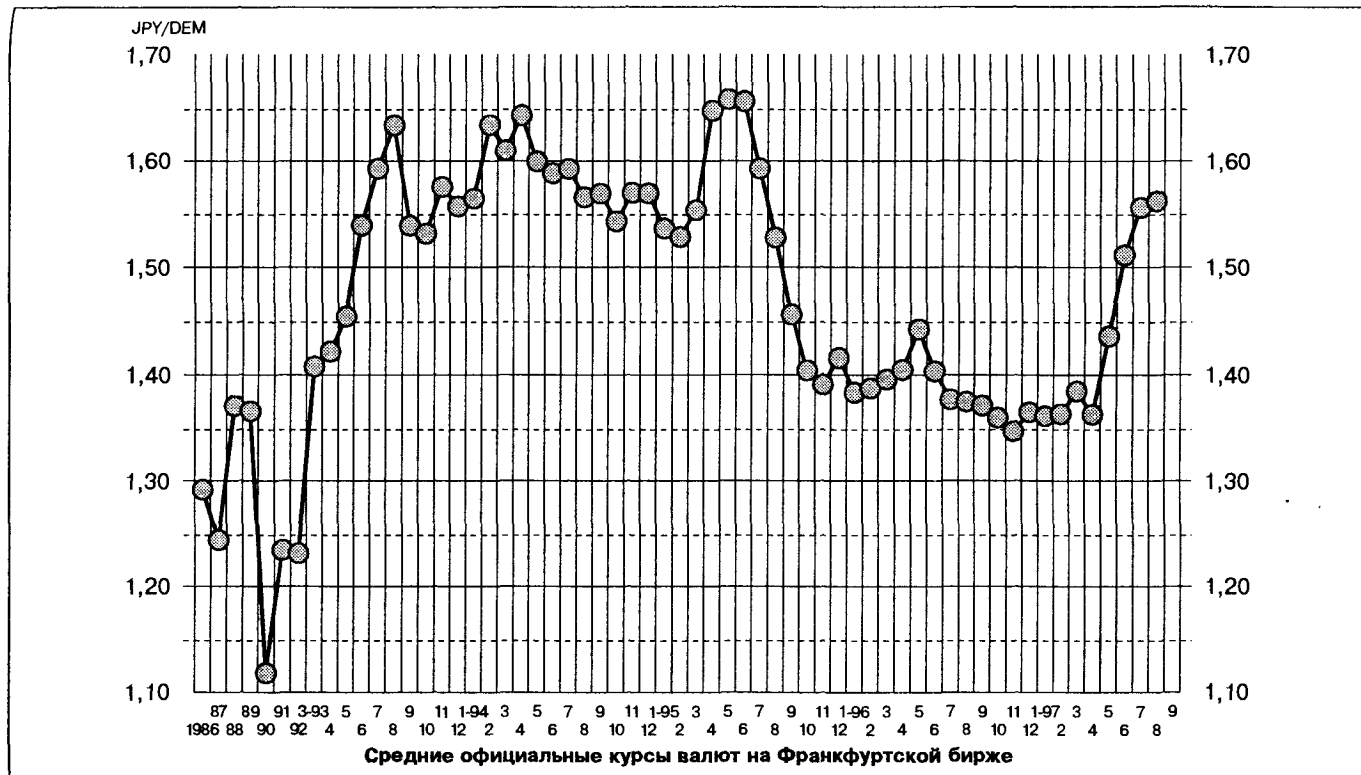


Рис. 17. Фиксинг японской иены, среднемесячные значения

## ОБЗОР: Операции типа спот

Сделки спот	Операции с валютой, которые должны быть исполнены сразу после заключения сделки (обычно на второй рабочий день). <i>Курс спот</i> — курс операции спот
Дата валютирования	День исполнения сделки и дата для расчета процентов (дата определения стоимости)
Торговая позиция	Сальдо осуществленных поступлений и поставок иностранной валюты, т.е. требований и обязательств: <input type="checkbox"/> <i>Длинная позиция:</i> открытая (положительная) позиция возникает при покупке иностранной валюты; требования по поставке валюты превышают обязательства. <input type="checkbox"/> <i>Короткая позиция:</i> открытая (отрицательная) позиция возникает при продаже иностранной валюты; обязательства по поставке валюты превышают требования. <input type="checkbox"/> <i>Овернайт-позиция:</i> позиция в иностранной валюте, которая, по меньшей мере, до следующего рабочего дня остается открытой, т.е. не покрывается
Лимитированное поручение	Поручение на покупку или продажу, которое может быть исполнено только по определенному курсу
Кросс-курс	Расчетный курс обмена двух (недолларовых) валют, определяемый через третью валюту (доллар) (например, рассчитываемый посредством USD/DEM и USD/FRF курс FRF/DEM)
Обратный курс	В обменных курсах внутренняя валюта часто выступает в качестве валюты котировки. Если обмениваются торгуемая валюта и валюта котировки, то обратный курс для иностранных партнеров равнозначен котировкам на их родине (например, DEM/FRF во Франции становится FRF/DEM в Германии)
Биржевая торговля	Спот-операции с иностранной валютой осуществляются в Германии на пяти <i>валютных биржах:</i> во Франкфурте-на-Майне (ведущая биржа), в Берлине, Дюссельдорфе, Гамбурге и Мюнхене. Важнейшими <i>органами</i> биржи являются маклерская палата (котировки, надзор за маклерами) и <i>правление биржи</i> (наблюдение за ходом официальных котировок)

## 5. Форвардные операции

### 5.1. Форвардный курс

Большинство предприятий стремится застраховать свои валютные риски по возможности раньше. Поскольку товарные и сервисные сделки заключаются со сроком оплаты три, шесть или более месяцев, при заключении договоров объем поступающей или уходящей валюты и сроки платежа известны. Начиная с этого момента, предприятие несет валютные риски, так как валютные курсы в период от заключения договора до срока платежа могут измениться для него неблагоприятно.

Экспортеру, который ожидает поступления иностранной валюты через три месяца, известно, по какому курсу спот он может в настоящее время обменять ее на внутреннюю, но ему не известно, как будет изменяться курс в последующие месяцы и какой эквивалент в немецких марках он получит за определенную сумму иностранной валюты при наступлении срока платежа. Столь же мало известно импортеру, какую сумму внутренней валюты он должен обменять через три или шесть месяцев для проведения своих расчетов в иностранной валюте.

Банки предлагают своим клиентам для обеспечения подобных будущих валютных требований или обязательств так называемые *форвардные сделки* (outright). Заключение форвардной сделки означает соглашение двух сторон о конвертации одной валюты в другую через определенное время, причем курс обмена устанавливается при заключении сделки.

Основанием для расчета форвардного курса служат не только курсы спот в момент заключения сделки, но и процентные ставки по обеим валютам. В принципе экспортер уже при заключении договора мог бы получить эквивалент будущей валютной выручки. Для этого он мог взять кредит в иностранной валюте и обменять полученную сумму по курсу спот продажи на внутреннюю валюту. Сумма, купленная по курсу спот, могла быть инвестирована под определенные проценты. Для импортера обязательство в иностранной валюте, которая сегодня должна конвертироваться, сравнивается с получением кредита во внутренней валюте, конвертацией внутренней валюты в иностранную через сделку спот и вкладом под определенные проценты до срока наступления платежа.

Форвардный курс складывается, таким образом, из курса спот и дохода от валюты, которая покупается по курсу спот и до наступления срока платежа вкладывается под определенные проценты, и из процентных расходов за взятую в кредит до наступления срока пла-

тежа и проданную по курсу спот валюту. Валюта стран, где нет процентного рынка, не может продаваться на срок.

Разница процентов по валютам выражается в *пунктах* и складывается с курсом спот или из него вычитается. Если процентная разница с курсом спот складывается, речь идет о премии, если вычитается — о дисконте.

## 5.2. Валютирование

Валютирование форвардных сделок происходит в принципе по правилам валютирования сделок спот. Исключение составляют последние дни месяца и года. Если валютирование форвардной сделки приходится на последний день месяца или года и этот день является выходным или праздничным, то датой валютирования считается не последующий, а предыдущий рабочий день.

Валютирование сделки спот	Срок	Первоначальное валютирование	Валютирование форвардной сделки
Пятница 7 октября 1994 г.	Два месяца		Среда 7 декабря 1994 г.
Понедельник 31 октября 1994 г.	Два месяца	Суббота 31 декабря 1994 г.	Пятница 30 декабря 1994 г.

## 5.3. Расчет премии и дисконта

Премии и дисконт рассчитываются по формуле, в которой учитываются разница процентных ставок, курс спот и срок сделки. Процентные ставки, которые берутся при расчете, являются ставками еврорынка, а не ставками внутреннего рынка. Применение ставок еврорынка обеспечивает равные условия для всех валют; например не включаются в расчеты минимальные резервы в стране — эмиссенте валюты.

Дисконт и премия рассчитываются по следующей формуле:

$$\text{Дисконт/премия} = \frac{\text{Курс спот} \times \text{Процентная разница} \times \text{Дни}}{(360 \times 100) + (\text{Процент торгуемой валюты} \times \text{Дни})}$$

Проведем расчет дисконта или премии по следующим данным

Валюта	Процентная ставка	Срок	Курс спот
USD (получены)	4,125%	90 дней	1,5000
DEM (вложены)	7%	90 дней	

По указанной формуле рассчитаем разницу между спот- и форвардным курсами:

$$\text{Дисконт/премия} = \frac{1,500 \times 2,875 \times 90}{(360 \times 100) + (4,125 \times 90)} = 0,0107$$

Дисконт или премия выражаются в пунктах и обычно без знака “плюс” или “минус”, так что необходимо знать, идет ли речь о премии или дисконте. Информация 107—117 ничего не говорит о том, нужно ли эти пункты прибавить к курсу спот или вычесть из него. Но если уровни процентных ставок по торгуемой валюте и валюте котировки известны, то можно сразу же сказать, следует прибавить либо отнять указанные пункты.

Предположим, дилер, который получит 10 млн. долл. через 90 дней, для компенсации этой сделки решает взять кредит в долларах, конвертировать доллары по курсу спот в немецкие марки и вложить их на 90 дней.

Валюта	Процентная ставка	Срок	Курс спот
USD (получены)	4,125%	90 дней	1,5000
DEM (вложены)	7%	90 дней	

Результат после 90 дней:

получено: USD 10 000 000,- + процентные затраты 103 125,- = 10 103 125,-  
 вложено: DEM 15 000 000,- + процентный доход 262 500,- = 15 262 500,-

После 90 дней 10 103 125 долл. соответствует эквивалент в 15 262 500 марок. Эквивалент 1 долл. составляет:

Форвардный курс = 15 262 500,00/10 103 125,00 = 1,5107 DEM.

В этом примере процентная ставка валюты котировки — немецкой марки — выше процентной ставки торгуемой валюты — доллара; форвардный курс поэтому на 107 пунктов выше курса спот.

Если же процентная ставка торгуемой валюты ниже ставки валюты котировки, получится обратный результат. В приведенном далее примере взято соотношение процентных ставок доллара и немецкой марки, сложившееся на рынке несколько лет назад.

Валюта	Процентная ставка	Срок	Курс спот
USD (получены)	7%	90 дней	1,5000
DEM (вложены)	4,25%	90 дней	



Результат после 90 дней:

Получено: USD 10 000 000,- + процентные расходы 175 000,- = 10 175 000,-  
 Вложено: DEM 15 000 000,- + процентные доходы 154 688,- = 15 154 688,-

В этом случае 10 175 000 долл. соответствует эквивалент 15 154 688 марок; для 1 долл. это означает:

Форвардный курс =  $15\,154\,688,00 / 10\,175\,000,00 = 1,4894$  DEM.

Здесь форвардный курс на 106 пунктов ниже, чем курс спот 1,5000.

Из этих примеров вытекает следующее правило:

- Процентная ставка торгуемой валюты < процентной ставки валюты котировки — премия — форвардный курс > курса спот.
- Процентная ставка торгуемой валюты > процентной ставки валюты котировки — дисконт — форвардный курс < курса спот.

Если дисконт или премия известны, следует строить "мостик". Ведь часто в котировках при торговле или в прессе не указывается, идет речь о дисконте или премии.

Следующие два примера показывают, как правильно вести расчет. Разница между спот- и форвардным курсами определяется, исходя из процентных ставок. В первом примере она составляет 110 (Bid) — 115 (Offer), во втором — 115 (Bid) — 110 (Offer).

	110	115	115	110
Курс спот USD/DEM	1,5000	1,5005	1,5000	1,5005
Разница процентных ставок	<u>+ 0,0110</u>	<u>+ 0,0115</u>	<u>- 0,0115</u>	<u>- 0,0110</u>
Форвардный курс	1,5110	1,5120	1,4885	1,4895

В этих расчетах разница 110—115 прибавляется к курсу спот, разница 115—110 вычитается из него. В обоих случаях форвардный курс покупки ниже курса продажи.

Если провести обратный расчет, т.е. 110—115 отнять от курса спот, а 115—110 прибавить к нему, то форвардный курс будет выглядеть следующим образом:

	110	115	115	110
Курс спот USD/DEM	1,5000	1,5005	1,5000	1,5005
Разница процентных ставок	<u>- 0,0110</u>	<u>- 0,0115</u>	<u>+ 0,0115</u>	<u>+ 0,0110</u>
Форвардный курс	1,4890	1,4890	1,5115	1,5115

В этом примере курсы покупки и продажи идентичны, банк покупает и продает по одинаковому курсу. Следовательно, проведенные расчеты неверны. Отсюда вытекает следующее правило: курс покупки < курса продажи — премия — форвардный курс > курса спот; курс покупки > курса продажи — дисконт — форвардный курс < курса спот.

## 5.4. Коммерческие форвардные сделки

Предположим, немецкий импортер должен через три месяца заплатить британскому предприятию 1 млн. англ. фунтов. Курс спот GBP/DEM при заключении контракта на поставку товара составляет 2,4500. Если бы импортер в этот же день купил 1 000 000 англ. фунтов по курсу спот, он должен был бы отдать за них 2 450 000 марок. Если до срока платежа по контракту он решает подождать с покупкой фунтов, то должен будет купить фунты не позднее чем за два рабочих дня до этого срока. И если, например, курс к этому времени возрастет до 2 480 000, то 1 млн. англ. фунтов ему обойдется уже в 2 480 000 марок. Естественно, возможен и обратный случай, когда курс, предположим, упадет до 2,4200. В таком случае импортер должен будет вместо 2 450 000 марок обменять только 2 420 000.

Точно так же экспортер, который не страхует требования в иностранной валюте, идет на валютный риск. Немецкий экспортер, который через три месяца ожидает поступления 10 млн. французских франков и курс этого требования не застраховал, может в день наступления платежа столкнуться с неприятной неожиданностью. Если курс спот при заключении договора был, например, 29,35 и в день платежа снизился до 29,25, то вместо 2 935 000 марок экспортер получит только 2 925 000. Если же курс возрастет, например до 29,45, то это принесет дополнительно 10 000 марок.

Чтобы избежать рисков негативных изменений обменного курса до наступления срока платежа, многие предприятия полностью или частично страхуют их уже при заключении товарных или сервисных сделок.

Форвардная сделка на всю сумму платежа полностью страхует курсовые риски предприятия; при этом оно создает необходимую базу для калькуляции. Однако при таком страховании предприятие не получит прибыль в случае благоприятного изменения курса в период между заключением и исполнением сделки.

Рассмотрим примеры двух вариантов страхования обменных курсов. В первом варианте страхование осуществляется посредством комбинации процентной и валютной сделок, во втором — посредством форвардной сделки.

**Пример 1.** Предположим, за поставку товара в США немецкий экспортер ожидает через три месяца платеж в 10 млн. долл. Он решает застраховать платеж посредством комбинации процентной и валютной сделок. Для этого экспортер берет трехмесячный кредит на сумму 10 млн. долл., продает эту сумму по курсу спот своему банку и получает немецкие марки, которые помещает на трехмесячный депозит. Сумму кредита он погасит товарной выручкой. Проценты же за кредит заключают в себе валютные риски, поскольку не известно, какой эквивалент в марках необходимо будет израсходовать на их уплату. При небольших процентных суммах эти риски возникают обычно при покупке. Но вместе с тем существует возможность купить процентные суммы посредством форвардной сделки и тем самым застраховать курс. В этом примере проценты покупаются по форвардному курсу 1,5127.

*Курсы клиента:*

Страховая сумма на 90 дней	USD	10 000 000,—
Курс спот	USD/DEM	1,4990 – 1,5010
Премия за 90 дней	USD/DEM	0,0107 – 0,0117
Процентная ставка USD-получены	90 дней	4,125%
Процентная ставка DEM-вложены	90 дней	7%

*Сделки предприятия:*

	Сумма	Процент/ курс	Процентные расходы/ процентные доходы
[1] Получение кредита на 3 месяца	USD 10 000 000,—	4,125	103 125,— USD
[2] Продажа по споту	USD 10 000 000,—	1,4990	
Покупка по споту	DEM 14 990 000,—		
[3] Вложение на 3 месяца	DEM 14 990 000,—	7%	+262 325,— DEM
[4] Покупка по форварду процентных расходов	USD 103 125,—	1,5127	
Продажа по форварду	DEM 155 997,—		

*Результат после трех месяцев:*

USD:	– уплачено	USD – кредит	USD	10 000 000,— [1]
	– уплачено	USD – проценты	USD	103 125,— [1]
	+ покупка по форварду	USD – валюта	USD	103 125,— [4]
	+ получено	товарная сделка	USD	<u>10 000 000,—</u> [0]
	Сальдо		USD	0,—
DEM	+ получено	DEM – вложение	DEM	14 990 000,— [3]
	+ получено	DEM – проценты	DEM	262 325,— [3]
	– продажа по форварду	DEM – валюта	DEM	155 997,— [4]

---

*Ликвидность через 90 дней*      DEM      15 096 328,—

Через три месяца за 10 млн. долл. предприятие получит эквивалент в 15 096 328 немецких марок. Таким образом, через три месяца 1 долл. соответствует 1,5096 марки (округленно). Форвардный курс 1 долл. превышает в этом случае текущий курс спот на 1,0106 пункта.

**Пример 2.** Вторую возможность страхования обменного курса дает форвардная сделка. Немецкий экспортер, ожидающий через три месяца поступления 10 млн. долл., договаривается со своим банком, что в день исполнения платежа передаст ему данную сумму и получит по установленному теперь курсу эквивалент в марках. Банк рассчитывает форвардный курс, исходя из текущего межбанковского курса спот и премии за вычетом маржи. Экспортер через три месяца продает банку 10 млн. долл. по курсу спот покупки с премией. В свою очередь, банк может компенсировать эту сделку на межбанковском рынке.

Таким образом, банком заключаются следующие сделки:

	Межбанковские курсы	Клиентские курсы
Кассовый USD/DEM	1,5000—1,5005	1,4990—1,5010
Премия за 90 дней	0,0110—0,0115	0,0107—0,0117
Форвардный курс	1,5110—1,5120	1,5097—1,5127

		Покупка		Продажа	Курс
Клиентская сделка	USD	10 000 000,—	DEM	15 097 000,—	1,5097
Межбанковская сделка	DEM	15 110 000,—	USD	10 000 000,—	1,5110

Простота страхования обменного курса посредством форвардной сделки (пример 2) обеспечивает ей широкое применение. Возможность комбинации процентной и валютной сделок (пример 1) может рассматриваться, например, в том случае, когда в период между заключением сделки и поступлением платежа предприятию необходимы ликвидные средства. В этом случае может быть выгоднее взять кредит в иностранной валюте и обменять полученную сумму на внутреннюю валюту, чем брать кредит непосредственно в этой валюте.

Данный вид страхования часто используется также в случае, когда совместные издержки на процентную и валютную сделки меньше, чем на заключение форвардной сделки.

## 5.5. Спекулятивные форвардные сделки

В предыдущих примерах указаны возможности использования форвардных сделок для страхования валютных рисков. Но эти сделки применяются и в качестве средства для открытия долгосрочной спекулятивной позиции. Достоинство такого применения форвардных сделок заключается, во-первых, в том, что валюта поставляется здесь только при наступлении срока платежа. Во-вторых, долгосрочная спекулятивная позиция служит для использования долгосрочных колебаний кассового курса и положительной разницы процентных ставок.

Спекулятивные форвардные сделки компенсируются или противоположной сделкой спот при наступлении срока платежа или еще до наступления этого срока противоположной краткосрочной сделкой на ту же дату валютирования.

Предположим, торговец, который 4 марта купил у экспортера 10 млн. долл. за немецкие марки до 6 июня, не продает сразу купленную валюту на срок, а открывает долларовую позицию, поскольку он ожидает стабильного курса доллара. При наступлении срока платежа возможно возникновение следующей ситуации.

Покупка 10 млн. долл. 4 марта, валютирование 6 июня по форвардному курсу 1,5079. Закрытие позиции 4 июня посредством продажи 10 млн. долл. по курсу 1,5300, валютирование 6 июня.

**Курс спот USD/DEM на 4 июня: 1,5300**

	Покупка	Продажа	Курс	Валютирование
Сделка спот	DEM 15 300 000,-	USD 10 000 000,-	1,5300	6 июня
Форвардная сделка	USD 10 000 000,-	DEM 15 097 000,-	1,5097	6 июня
Прибыль	DEM 203 000,-			

Если бы курс USD/DEM в течение срока сделки понизился, например, до 1,4900 и сделка в течение этого срока не была бы закрыта контрсделкой, расчет выглядел бы следующим образом:

**Курс спот USD/DEM на 4 июня: 1,4800**

	Покупка	Продажа	Курс	Валютирование
Сделка спот	USD 10 000 000,-	DEM 15 097 000,-	1,5097	6 июня
Форвардная сделка	DEM 14 900 000,-	USD 10 000 000,-	1,4900	6 июня
Убытки	DEM 197 000,-			

## 5.6. Ломаная дата

В профессиональной торговле дисконт и премия устанавливаются в принципе только для так называемой стандартной даты валютирования. При этом предполагается срок в одну неделю, 1, 2, 3, 6, 9, 12 месяцев. Но для клиентов банков окончательный срок платежа по форвардным сделкам часто не соответствует этому стандартному сроку. Если дата валютирования не совпадает со стандартной, то она называется *ломаной датой*.

Платежи на ломаную дату могут рассчитываться посредством интерполяции курсов, но более точный результат дает применение следующей формулы:

$$\text{Ломаная дата} = \text{ПДП} - \left\{ \left[ \frac{\text{ПДП} - \text{ПКП}}{\text{ДДП} - \text{ДКП}} \right] \times (\text{ДДП} - \text{ДЛД}) \right\},$$

- где ПДП — премия за длинный период;  
ПКП — премия за короткий период;  
ДДП — число дней длинного периода;  
ДКП — число дней короткого периода;  
ДЛД — число дней до ломаной даты.

Предположим, экспортер хотел бы с 4 марта по 27 мая продать 10 млн. долл. за марки. Для прямых сроков, которые находятся до и после ломаной даты, на рынке установлены следующие курсы:

	Дата валютирования	Число дней	Премия
Спот	6 марта	—	—
2 месяца	6 мая	61	71
Платеж	27 мая	82	?
3 месяца	6 июня	92	110

$$27 \text{ мая} = 110 - \left\{ \left[ \frac{110 - 71}{92 - 61} \right] \times (92 - 82) \right\} = 97 \text{ (округленно)}$$

Разница между спот- и форвардным курсами на 27 мая составляет 0,0097 пункта.

## 5.7. Издержки страхования курса

Часто страхователи курсов для калькуляции хотели бы иметь данные о расходах или доходах от страхования не только в абсолютных величинах, но и в процентах. Поскольку ставки процента рассчиты-

ваются на год, а премии и дисконт — на определенный срок, процентные ставки необходимо пересчитывать на этот срок. Издержки страхования курса рассчитываются по следующей формуле:

$$\text{Издержки страхования курса} = \frac{\text{Абсолютные значения}}{\left[ \frac{\text{Дисконт/премия} \times 360 \times 100}{\text{Курс спот} \times \text{Дни}} \right]}$$

Продолжая тот же пример, рассчитаем доходы от страхования валюты экспортера в процентах.

Курс спот: 1,4990  
 Премия: 0,0107  
 Срок: 90 дней

$$\text{Издержки страхования курса} = \frac{0,0170 \times 360 \times 100}{1,4990 \times 90} = 2,86\% \text{ (округленно)}$$

Разница между спот- и форвардным курсами в 0,0096 пункта, пересчитанная в процентах, составляет 2,86%. Как правило, речь идет об издержках страхования курса, но если экспортер при заключении форвардной сделки имеет более высокий курс, чем текущий спот, то можно говорить о доходах страхования курса.

## 5.8. Форвардные сделки с временными опционами

Нередко импортеру или экспортеру неизвестна точная дата платежа: с партнером по сделке согласованы только временные рамки. Разумеется, и в этом случае предприятие хотело бы застраховать срочные риски.

Если, например, экспортер ожидает долларовую сумму в период от двух до трех месяцев и продает ее своему банку к сроку платежа, который определяется на начальную дату платежного периода, он должен к дате валютирования заплатить банку эту сумму.

В таком случае предприятие имеет две возможности. Оно может ожидать поступления платежа и продлить форвардную сделку или же с самого начала заключить *форвардную сделку с временным опционом*. Форвардная сделка с опционом имеет минимальный и максимальный сроки платежа. В пределах этих сроков клиент имеет право уплатить по согласованному форвардному курсу всю сумму или ее часть. В последнем случае вторая дата валютирования должна быть не позднее общего срока сделки.

При расчете форвардного валютного курса с премией банк выбирает при покупке премию короткого периода, при продаже — длинного; при расчете курса с дисконтом он поступает наоборот.

Расчет форвардного курса USD/DEM для временного опциона от двух до трех месяцев выглядит следующим образом:

	<b>Курс покупки</b>	<b>Курс продажи</b>
Курс спот USD/DEM	1,50000	1,5005
Премия за два месяца	<b>0,0070</b>	0,0075
Премия за три месяца	0,0100	<b>0,0105</b>
Форвардный курс	1,5070	1,5110

Расчет форвардного курса GBP/DEM для временного опциона от двух до трех месяцев:

	<b>Курс покупки</b>	<b>Курс продажи</b>
Курс спот GBP/DEM	2,4300	2,4305
Дисконт за два месяца	0,0020	<b>0,0010</b>
Дисконт за три месяца	<b>0,0035</b>	0,0025
Форвардный курс	2,4265	2,4280



## ОБЗОР: Форвардные операции

### Форвардная сделка (аутрайт)

- Покупка или продажа валюты в заранее согласованный срок (дата валютирования) по заранее установленной цене (форвардный курс).
- Заключение и исполнение сделки разделяют более чем два рабочих дня (ср. сделка спот).
- Мотивом форвардных сделок является исключение курсовых рисков, возникающих при покупке необходимой валюты в срок наступления платежа.

### Премия/дисконт

Премию или дисконт образует разница между спот- и форвардным курсами.

- Премия:* форвардный курс > курса спот.

Ставка процента торгуемой валюты < ставки процента валюты котировки.

Для премии ставка процента в торгуемой валюте (долларах) ниже ставки процента в валюте котировки (марках), вложения в немецких марках приносят более высокие проценты, что и компенсируется более благоприятным курсом доллара. К премии может привести также ожидаемое повышение курса торгуемой валюты!

- Дисконт:* форвардный курс < курса спот.

Ставка процента торгуемой валюты > ставки процента валюты котировки.

Замечание: валюта страны с более низким (высоким) уровнем процента предполагает премию (дисконт) по отношению к валюте страны с более высоким (низким) уровнем процента.

### Ломаная дата

Согласованный срок сделки отличается от *стандартного срока* (одна неделя, 1, 2, 3, 6, 9, 12 месяцев).

## 6. Своп-сделки

### 6.1. Характеристика

Под *своп-сделкой*, или *свопом*, понимается одновременное заключение спот- и противоположной форвардной сделок. Иностранная валюта, покупаемая по сделке спот, опять продается через определенный срок, и соответственно валюта, продаваемая по сделке спот, через более поздний срок покупается вновь. Обе сделки заключаются с одним и тем же партнером, при этом курсы, даты валютирования и способы платежа устанавливаются в момент заключения сделки.

Разница между спот- и форвардным курсами называется *своп-ставкой*. Поскольку эта ставка зависит от разницы процентных ставок валют за определенный период, в принципе речь идет о величине дисконта или премии, определяемой структурой процентов. Термин “своп” означает в таком случае ограниченный во времени обмен ликвидностью.

Ликвидные средства, которые должны быть вложены на определенный период, могут без курсового риска через своп-сделку конвертироваться в другую валюту и вкладываться под наиболее высокий процент.

В случае задержки платежа по уже заключенной форвардной сделке предприниматели имеют возможность без дополнительных расходов с помощью своп-сделки временно перекрыть потребность в ликвидных средствах.

Торговые позиции, которые не закрыты к концу дня, или незакрытые форвардные сделки, также могут продлеваться посредством своп-сделки.

В этой главе рассматриваются различные области применения своп-сделок. На примерах разъясняется, какое воздействие оказывают изменения курса спот и своп-ставки на прибыль и убытки по своп-сделкам.

#### Базисные данные для примеров

У дилера запрашивается котировка шестимесячной своп-ставки. Для этого периода он дает ставку 145—150; контрагент заключает сделку по ставке в 150 пунктов. Дилер, выставивший курс, покупает 10 млн. долл. за немецкие марки по курсу спот и продает их на

шестимесячный срок. Через несколько часов он выравнивает позицию противоположной своп-сделкой.

*Курсы первоначальной сделки:*

Курс спот USD/DEM	1,5550
Своп-ставка	+0,0150
Форвардный курс	1,5700

*Первоначальная сделка:*

Покупка	USD	10 000 000,—	=	продажа	DEM	15 550 000,—
Продажа	USD	10 000 000,—	=	покупка	DEM	15 700 000,—
				Разница	DEM	150 000,—

**Пример 1. Выравнивание позиции.** Мы исходим из того, что при заключении второй своп-сделки курсы изменились. Курс спот поднялся на 0,0100 пункта, своп-ставка осталась неизменной.

Курс спот USD/DEM	1,5650	—	изменился
Своп-ставка	+0,0150	—	не изменилась
Форвардный курс	1,5800		

Продажа	USD	10 000 000,—	=	покупка	DEM	15 650 000,—
Покупка	USD	10 000 000,—	=	продажа	DEM	15 800 000,—
				Разница	DEM	150 000,—

Рост курса спот автоматически означает одновременный рост форвардного курса. Разница между спот- и форвардным курсами — своп-ставка — остается неизменной в 0,0150 пункта, соответственно выраженная в марках — 150 000 марок. Очевидно позиция выравнена без прибыли и убытков. Но чтобы получить в полной мере корректный результат, необходимо рассчитать процентные расходы или доходы, возникающие при изменении курса спот.

Рост курса спот на 0,0100 пункта (покупка за 1,5500 и продажа за 1,5650) обусловил появление дополнительной ликвидности 100 000 марок на шесть месяцев, которая при расчете сделки спот опять уходит (продажа за 1,5700, покупка за 1,5800). Дополнительная ликвидность в 100 000 марок может быть вложена на шесть месяцев.

Если, например, ставка процента по шестимесячным вкладам марках составляет 7%, то вклад в 100 000 марок принесет процентный доход в 3500 марок. Рассматриваемые сделки не дают доход

посредством изменений курса спот и своп-ставки, но приносят процентную прибыль.

При снижении курса спот, наоборот, возникнут процентные убытки, поскольку необходимо будет на 6 месяцев рефинансировать 100 000 марок.

**Пример 2. Выравнивание позиции.** Во втором примере курс спот остается неизменным, но своп-ставка изменяется на 0,0020 пункта.

Курс спот USD/DEM	1,5550	— не изменился
Своп-ставка	+0,0130	— изменилась
Форвардный курс	1,5680	

Продажа USD	10 000 000,—	= покупка DEM	15 550 000,—
Покупка USD	10 000 000,—	= продажа DEM	15 680 000,—
		Разница DEM	130 000,—

Снижение своп-ставки со 150 до 130 пунктов вызвало изменение форвардного курса. При окончательном расчете по форвардной сделке 10 млн. долл. продаются по курсу 1,5700 и покупаются по курсу 1,5680. В этом случае возникает реализуемая прибыль в 20 000 марок.

Неизменность курса спот в этом примере обусловила и отсутствие излишка ликвидности.

## 6.2. Межбанковская торговля

В межбанковской торговле сделки outright почти не заключаются, поскольку частые изменения курса спот потребовали бы постоянно перерасчета форвардного курса. Форвардные сделки для клиентов выравниваются в межбанковской торговле посредством спот- и своп-сделок. При котировке своп-ставок десятичные знаки называются не полностью: указываются только их фактические значения. Например, если своп-ставка USD/DEM на 6 месяцев составляет 0,0150—0,0155 пункта, то дилер назовет 150—155, скидка для FRF/DEM в 0,04—0,03 станет 4—3.

Предположим, банк А хотел бы заключить трехмесячную своп-сделку на 5 млн. долл. и предлагает банку Б котировку (дата валютирования сделки спот 11 апреля, форвардной сделки — 11 июля). Переговоры могли бы протекать следующим образом:

- Банк А: Пожалуйста, каков трехмесячный USD/DEM?  
 Банк Б: 120—125.  
 Банк А: 5 долларов по 125.  
 Банк Б: Хорошо, курс 1,5550—1,5675.  
 Валютирование 11 апреля — 11 июля.  
 Доллар для меня в Сити-банке, Нью-Йорк, марки —  
 в Центральном земельном банке, Франкфурт.
- Банк А: Доллар для меня в Чейз-банке, Нью-Йорк, марки —  
 в Немецком банке, Франкфурт.  
 Спасибо за сделку.

Вопрос банка А о трехмесячном USD/DEM означает, что он запрашивает котировки своп-ставки на три месяца, а 5 долл. по 125 — что банк А хотел бы продать 5 млн. долл. по курсу спот и выкупить по форвардному. Форвардные и спот-курсы, как правило, устанавливаются котирующим банком. При этом курс спот должен быть на уровне рыночного: в противном случае создается возможность для огромных теневых перемещений ликвидности и сокрытия прибыли или убытков (см. главу об управлении рисками).

### 6.3. Вложения ликвидности

Банки или предприятия, у которых возникла необходимость разместить или привлечь средства, пытаются осуществить это в валюте, наиболее выгодной по процентным ставкам. Немецкий банк, получивший от клиента 10 млн. долл. на шестимесячный вклад, будет пытаться снова разместить эти средства по выгодной процентной ставке либо в долларах, либо в другой валюте.

Если процентная ставка для долларов составляет 5,625%, а для немецких марок — 7%, то очевидно преимущество вклада в марках. В этом случае доллары конвертируются в немецкие марки. При конвертации через сделку спот марки перед окончанием срока вклада снова должны быть обменены на доллары по курсу спот. Если курс доллара в течение срока вклада возрастет, возникшие курсовые убытки могут легко поглотить процентный доход. Заключение своп-сделки исключает подобные валютные риски. В каждом случае необходимо сравнивать доходы или расходы в первоначальной валюте с доходами или расходами от депозитного вклада или получения кредита в иностранной валюте. В приведенном далее примере вклад в долларах сравнивается с вкладом в немецких марках.

**Пример.** Немецкое предприятие в течение шести месяцев располагает 10 млн. долл., которые хотело бы разместить под наиболее выгодные проценты. Клиентские курсы и процентные ставки следующие:

Курсы/ процентные ставки	Вклад	Срок	Курс покупки/ продажи
Курс спот	USD/DEM	—	1,5550 – 1,5560
Своп	USD/DEM	180 дней	+0,0105 – +0,0115
Процентная ставка	на вклады в USD	180 дней	5,625%
Процентная ставка	на вклады в DEM	180 дней	7%

*Вклад в долларах:*

	Вклад	Сумма	Процентная ставка	Срок	Процентный доход в USD
Процентная сделка	USD	10 000 000,—	5,625%	180 дней	281 250,—

Поскольку предприятие показывает свою прибыль в марках, процентный доход в долларах по окончании вклада посредством форвардной сделки обменивается на марки.

	Продажа	Сумма	Курс	Покупка	Сумма
Форвардная сделка	USD	281 250	1,5655	DEM	440 297

Процентный доход от вклада в долларах составляет 440 297 марок (округленно).

*Вклад в марках:*

Сумма в 10 млн. долл. должна в этом случае сначала конвертироваться по курсу спот в марки. Одновременно устанавливаются курс и дата валютирования для обратной покупки долларов через шесть месяцев. На практике при выборе курса спот принимается курс, который находится внутри интервала между рыночными курсами покупки и продажи. Из процентного дохода по вкладу в марках вычитаются расходы на своп-сделку.

Своп-сделка					
Продажа: курс спот	USD	10 000 000,—	1,5555 =	DEM	15 555 000,—
Своп-ставка:			+0,0115		
Покупка: форвардный курс	USD	10 000 000,—	1,5670 =	DEM	15 670 000,—
Расходы на своп-сделку				DEM	115 000,— [-]
Процентная сделка:					
Вклад 180 дней	DEM	15 555 000,—	7% =	DEM	544 425,— [+]
Чистый доход				DEM	429 425,— [+]

Процентный доход при альтернативном вкладе в марках составляет 429 425 марок. Сравнение результатов вкладов в долларах и в марках показывает, что первый из них, несмотря на более низкую процентную ставку, приносит на 10 872 марки больший процентный доход, чем второй.

#### 6.4. Выравнивание форвардной позиции

Если банк заключает с клиентом форвардную сделку, то для выравнивания позиции на межбанковском рынке он разделяет эту сделку на спот- и своп-сделку. Валютный риск компенсируется сделкой спот, процентный — отдельной своп-сделкой (рис. 18).

Предположим, дилер банка А получает от клиента 28 марта запрос о курсе спот покупки 1 млн. долл. за марки до 30 сентября; валютирование сделки спот 30 марта. Дилер может продать на рынке доллары 30 сентября по курсу 1,5660. Он начисляет маржу в размере 0,0010 пункта на курс спот и своп-ставку. После расчета маржи дилер называет клиенту форвардный курс 1,5640.

	Межбанковские курсы	Клиентские курсы
Курс спот покупки	1,5555	1,5545
Своп-ставка курса покупки	0,0105	0,0095
Форвардный курс покупки	1,5660	1,5640

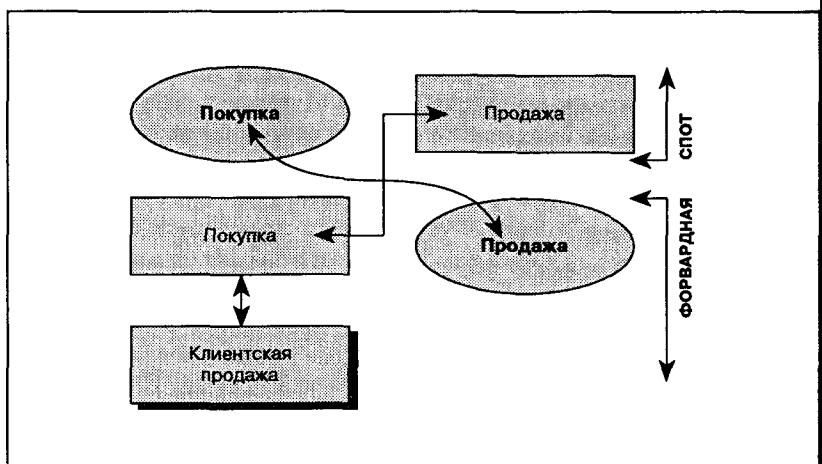


Рис. 18. Выравнивание форвардной позиции

Торговая позиция после заключения первой сделки:

	Валютирование USD		Курс	DEM		Контрагент
	30 марта					
[1]	30 сентября	+	1 000 000,-	1,5640	./.	1 564 000,- Клиент

После заключения сделки с клиентом дилер имеет длинную позицию в 1 млн. USD/DEM до 30 сентября по форвардному курсу 1,5640, содержащую двойной риск: изменения курса спот и изменения процентной ставки. Оба риска компенсируются в два этапа. Как правило, сначала исключается более важный риск изменения курса спот. Для этого сумма, покупаемая на срок, продается по курсу спот.

Предположим, курс спот на рынке немного вырос. Банк Б в ответ на запрос котировки курс 1,5557—62. Дилер продает 1 млн. долл. по курсу спот 1,5557 банка А. После заключения этой сделки его позиция выглядит следующим образом.

Торговая позиция после заключения второй сделки:

	Валютирование USD		Курс	DEM		Контрагент
	30 марта	./.	1 000 000,-	1,5557	+	1 555 700,- Банк Б
[1]	30 сентября	+	1 000 000,-	1,5640	./.	1 564 000,- Клиент

Следующий шаг — страхование риска изменения процентной ставки посредством своп-сделки. Банк В в ответ на запрос называет своп-ставку 105—110. Дилер банка А заключает своп-сделку по ставке 105. Он покупает 1 млн. долл. по курсу спот и продает по форвардному. Курс спот составляет 1,5555, при своп-ставке в 105 пунктов форвардный курс будет 1,5660.

Торговая позиция после заключения третьей сделки:

	Валютирование USD		Курс	DEM		Контрагент	Прибыль
[2]	30 марта	./.	1 000 000,-	1,5557	+	1 555 700,- Банк Б	200,-
[3]	30 марта	+	1 000 000,-	1,5555	./.	1 555 500,- Банк В	
[3]	30 сентября	./.	1 000 000,-	1,5660	+	1 566 000,- Банк В	2000,-
[1]	30 сентября	+	1 000 000,-	1,5640	./.	1 564 000,- Клиент	
						Прибыль:	2200,-

Позиции в долларах на 30 марта и 30 сентября выравнены, прибыль может быть получена в марках: 30 марта — 200 марок, 30 сентября — 2000 марок; общая прибыль сделки составляет, таким образом, 2200 марок.

Позиция после:	Валютный риск	Процентный риск
1-й сделки	да	да
2-й сделки	нет	нет
3-й сделки	нет	нет



## 6.5. Короткие своп-сделки

Позиция спот часто не закрывается к концу рабочего дня, а остается открытой "на ночь". Это происходит потому, что либо не произошло ожидаемого выгодного изменения курса и он ожидается завтра, либо дилер видит большие шансы получить на следующий день хорошую прибыль. В этом случае сделка спот должна быть пролонгирована до следующего дня, что может быть достигнуто путем получения в кредит проданной валюты и вложения купленной валюты на один день на денежном рынке, а также посредством *короткой своп-сделки*. В валютном дилинге для пролонгации позиции на один день в основном используется короткая своп-сделка. В зависимости от дня заключения валютной сделки различают два вида такой сделки: *spot/next* и *tom/next*.

Если в день заключения валютной сделки спот-валютирование пролонгируется до следующего рабочего дня, речь идет о *spot/next* сделке. Если же валютная сделка пролонгируется до следующего рабочего дня в день после дня ее заключения, то такая сделка называется *tom/next* (или *tomorrow/next*).

В рассматриваемом далее примере дилер покупает 4 апреля 10 млн. долл. за марки по курсу спот 1,5550, спот-валютирование 6 апреля, курс спот в день заключения сделки составляет 1,5520. Дилер решает пролонгировать эту позицию до следующего дня.

Дилер имеет две возможности пролонгации: посредством *spot/next* и посредством *tom/next* своп-операций.

**Пример 1. Пролонгация посредством *spot/next*-сделки.** 4 апреля позиция спот на 10 млн. долл. за марки должна пролонгироваться на один день. Своп-ставка *spot/next* на межбанковском рынке составляет 1—2, курс спот 1,5520.

Сделка	USD	DEM	Курс	Дата	Валютирование
[1] Покупка	10 000 000,—	15 550 000,—	1,5550	4 апреля	6 апреля
[2а] Продажа	10 000 000,—	15 520 000,—	1,5520	4 апреля	6 апреля
[2б] Покупка	10 000 000,—	15 522 000,—	1,5522	4 апреля	7 апреля
Результат	10 000 000,—	15 522 000,—	1,5522	4 апреля	7 апреля

После заключения сделки остается длинная позиция в 10 млн. долл., валютирование переносится с 6 апреля на 7 апреля. Величина позиции остается неизменной, первоначальный курс изменяется в зависимости от своп-доходов или своп-расходов. В данном случае пролонгация обходится в 2000 марок.

**Пример 2. Пролонгация посредством tom/next-сделки.** Пролонгация сделки спот 4 апреля не обязательно должно осуществляться в этот же день. Оно возможно и на следующий день с помощью tom/next-сделки. В примере ставка tom/next-своп 1,5—2,5, курс спот возрос до 1,5570.

Сделка	USD	DEM	Курс	Дата	Валютирование
[1] Покупка	10 000 000,—	15 550 000,—	1,5550	4 апреля	6 апреля
[2a] Продажа	10 000 000,—	15 570 000,—	1,5570	5 апреля	6 апреля
[2б] Покупка	10 000 000,—	15 572 500,—	1,55725	5 апреля	7 апреля
Результат	10 000 000,—	15 552 500,—	1,55525	5 апреля	7 апреля

Здесь также дата валютирования переносится с 6 апреля на 7 апреля. Первоначальный курс повысился вследствие расходов на своп-сделку до 1,55525, пролонгация обошлась в 2500 марок.

## 6.6. Пролонгация форвардной сделки

На практике часто случается, что предприятие не может исполнить заключенную форвардную сделку в согласованный срок, поскольку задерживается поступление денег у экспортера или срок платежа у импортера. Причиной подобных задержек могут быть различные обстоятельства, например недостаточность документации, запаздывание товарных поставок и т.п. В этом случае экспортер не может своевременно поставить уже проданную на срок своему банку иностранную валюту, а импортеру не имеет смысла приобретать раньше, чем необходимо, эквивалент немецких марок.

При необходимости банки готовы с помощью своп-сделок пролонгировать платежи по форвардным сделкам. Чтобы избежать бухгалтерских затруднений, предприятие часто обращается с просьбой пролонгировать срок платежа форвардной сделки по *старому курсовому базису*. Выражение *пролонгация по старому базису* означает, что курс спот своп-сделки идентичен курсу платежа по форвардной сделке.

Пролонгация по старому курсовому базису, который, естественно, может значительно отличаться от текущего рыночного курса, в межбанковской торговле запрещено. В ФРГ Федеральное ведомство по надзору за кредитными учреждениями (ВАК) в письме от марта 1977 г. разрешает банкам пролонгировать валютные сделки с клиентами только при следующих условиях:

- Пролонгация должна проводиться по письменной просьбе клиента и иметь в основе товарную или сервисную сделку в иностранной валюте.
- Банк должен учитывать в специальном резервном фонде доходы от сделок спот для компенсации потерь, возникающих от форвардных сделок.

Поскольку на межбанковском рынке форвардные сделки пролонгируются, банк должен выравнять пролонгацию клиентской сделки посредством новой своп-сделки по текущим курсам. Разницу, возникающую из различий между пролонгацией на старом курсовом базисе и текущими курсами, клиенту дебетуют или соответственно кредитуют. При этом расчетная сумма в действительности не оплачивается, а учитывается в пунктах своп-сделки.

Пролонгацию экспортной сделки на старом курсовом базисе разъясняет следующий пример.

Немецкий экспортер при заключении товарной сделки продает на срок сумму в 1 млн. долл. по курсу 1,5000. Незадолго до дня исполнения форвардной сделки он узнает, что поступление денег задерживается на 30 дней. Он просит свой банк пролонгировать форвардную сделку на 30 дней по старому курсовому базису. Установленные требования для этой операции выполнены.

Курс спот USD/DEM возрос со дня заключения первоначальной сделки до 1,5500.

#### Курсы:

Первоначальный форвардный:	1,5000	
Текущий спот:	1,5550	
Своп на 30 дней:	+ 20	
Проценты в DEM за 30 дней:	7,5%	Межбанковская ставка
Проценты в DEM за 30 дней:	9,0%	Клиентская ставка

Сделки банка		USD		Курс		DEM	
Клиентские сделки:							
Форвардная сделка первоначальная	покупка	1 000 000,-	1,5000	продажа	1 500 000,-		
Спот-сделка текущая	продажа	1 000 000,-	1,5000			1 500 000,-	
Форвардная сделка текущая	покупка	1 000 000,-	?	покупка		?	
Межбанковские сделки:							
Спот-сделка текущая		1 000 000,-	1,5500	продажа	1 550 000,-		
Форвардная сделка текущая		1 000 000,-	1,5520	покупка	1 552 000,-		

Банк должен рефинансировать 50 000 марок под 7,5% на 30 дней. Клиент должен заплатить из расчета 9% 375 марок.

Расчет банка с клиентом:

Спот-сделка текущая		DEM	1 500 000,—
Доход от своп-сделки	+	DEM	2000,—
Расходы на рефинансирование	./.	DEM	<u>375,—</u>
Расчет с клиентом:		DEM	1 501 625,—

Клиент получает 1 501 625 марок за 1 млн. долл., т.е. 1,5016 марки за 1 долл. Ставка своп с учетом расходов на рефинансирование составляет не рыночные +20 пунктов, а только +16.

Новый форвардный курс можно рассчитать по следующей формуле:

$$\begin{aligned} \text{Новый курс} = & \text{Первоначальный форвардный курс} + \text{Своп-ставка (премия)} + \\ & + \frac{\left[ \left( \text{Первоначальный форвардный курс} - \text{Текущий спот-курс} \right) \times \frac{\text{Процентная ставка за кредит}}{360} \times \text{Дни} \right]}{100} \end{aligned}$$

В нашем примере расчет будет таким:

$$1,5000 + (+0,0020) + \left[ \frac{(1,5000 - 1,5500) \times 9,00 \times 30}{360 \times 100} \right] = 1,5016 \quad (\text{округленно})$$

Формула может использоваться независимо от составляющих сделки — премии или дисконта, покупки или продажи, а также отсрочки или сокращения срока.

## ОБЗОР: Своп-сделки

<b>Своп-сделки</b>	<p><i>Своп-сделка</i> (классическая) представляет собой комбинацию спот- и форвардной сделок:</p> <ul style="list-style-type: none"><li><input type="checkbox"/> Покупка посредством сделки спот и продажа посредством форвардной сделки</li><li><input type="checkbox"/> Продажа посредством сделки спот и покупка посредством форвардной сделки</li></ul>
<b>Мотивы своп-сделок</b>	<ul style="list-style-type: none"><li><input type="checkbox"/> Страхование курса при вложении ликвидности или получении кредита в иностранной валюте</li><li><input type="checkbox"/> Пролонгация, перекрытие потребности в ликвидности для целей платежа или при задержке платежа в иностранной валюте</li><li><input type="checkbox"/> Выравнивание открытой позиции, особенно в межбанковской торговле</li></ul>
<b>Короткие своп-сделки</b>	<p>Короткие своп-сделки имеют срок только один день (овернайт) и служат для <i>пролонгации</i> позиции. Они заключаются на следующий день или через день:</p> <ul style="list-style-type: none"><li><input type="checkbox"/> spot/next</li><li><input type="checkbox"/> tom/next</li></ul> <p><i>Пролонгация на старом курсовом базисе</i>, при котором курс спот своп-сделки соответствует курсу подлежащей оплате форвардной сделки, подчиняется особым требованиям и запрещена в межбанковской торговле!</p>
<b>Процентные и валютные свопы</b>	<p><i>Своп-сделки</i> в валютной торговле не следует смешивать со свопами: при <i>свопах</i> (to swap — обменивать) два партнера в определенный момент обмениваются существующими процентными обязательствами (или требованиями), чтобы использовать относительные ценовые преимущества. При чистом <i>процентном свопе</i> (interest rate swar), например, кредитные обязательства с переменной процентной ставкой обмениваются на обязательства с постоянной ставкой; при этом не происходит обмена лежащим в их основе капиталом. <i>Валютные свопы</i> (currency swar) и комбинированные процентно-валютные свопы требуют обмена капиталами.</p>

## 7. Валютные опционы

### 7.1. Основные положения

Использование форвардных сделок для покрытия рисков изменения курсов иностранной валюты имеет, с одной стороны, достоинства, обеспечивая полное страхование и базу для точной калькуляции, а с другой стороны, недостаток, который заключается в невозможности использовать выгодное изменение курсов. В середине 70-х годов на валютных рынках США обратились к инструменту, который долгое время применялся в торговле товарами и ценными бумагами: к опционным сделкам.

Первые опционные сделки были заключены в США на биржах валютных опционов, входящих в состав фондовых бирж:

- 1975 г.: Чикагская товарная биржа начинает официальную торговлю опционами на ценные бумаги.
- 1984 г.: Начало торговли валютными опционами на международном денежном рынке (ИММ) в Чикаго, в отделении Chicago mercantile exchange.

К настоящему времени объем торговли валютными опционами с клиентами и на межбанковском рынке значительно увеличился.

Применение опционов, т.е. покупка и продажа в связи с другими инструментами, настолько многообразно, что их различные комбинации требуют специального рассмотрения. Здесь раскрываются только основы опционных сделок и некоторые возможности их использования для страхования рисков изменения курсов.

Партнерами по договору опциона являются его покупатель и продавец, которые имеют различные права и обязанности.

- Покупатель опциона имеет право купить у продавца опциона или продать ему определенную сумму валюты по согласованному курсу (*цене исполнения*) в установленный день или в течение определенного периода времени.
- Продавец (*держатель*) опциона обязан поставить покупателю или принять от него на согласованных условиях требуемую сумму валюты. За принятие на себя этого обязательства он получает через два рабочих дня после заключения сделки премию от покупателя опциона.

Поскольку валютный опцион предоставляет покупателю право — но не обязывает его — купить или продать валюту по заранее согласованному курсу, с его помощью предприятие решает две задачи. Во-первых, посредством согласованного наименьшего курса опцион защищает его от возможных убытков при обмене валюты; во-вторых, покупатель опциона имеет возможность при выгодной

для него динамике курса не предъявлять свои права, а в срок платежа купить или продать валюту на свободном рынке.

Опцион часто сравнивают со страховым полисом. Он используется покупателем только в случае неблагоприятного для него положения дел на валютном рынке.

## 7.2. Торговля опционами на бирже

Валютными опционами теперь торгуют на фондовых биржах и межбанковском рынке. Опционы, продаваемые и покупаемые на бирже, стандартизованы, т.е. все участники сделок поставлены в равные договорные условия.

При торговле опционами в отличие от ситуации с валютой сделки заключаются не на сумму, а на *контракты*, совокупная сумма которых соответствует необходимому объему покупки или продажи. Биржевые контракты выражаются в американских центах в расчете на валютную единицу, например: DEM/USD, CHF/USD, GBP/USD и т.д.

Величина отдельных контрактов на разных биржевых площадках различная. На Филадельфийской фондовой бирже величина контракта на DEM/USD, например, составляет 62 500 марок, на GBP/USD величина контракта — 12 500 фунтов. На Чикагской коммерческой бирже “марочный” контракт составляет сумму 125 000 марок, контракт на GBP/USD — 25 000 фунтов.

Даты расчетов на различных площадках также различаются. Но, в принципе, предоставляются четыре дня: как правило, один рабочий день в марте, июне, сентябре и декабре.

Большим преимуществом торговли на бирже является минимальный риск в отношениях партнеров по сделке. Контрагентом всех биржевых сделок является *клиринговая палата*. Учредителями клиринговых палат выступают первоклассные банки, которые берут на себя проведение отдельных операций. При каждом заключении сделки в клиринговую палату вносится определенная сумма в качестве страхового взноса — начальная маржа (*initial margin*). В конце торгового дня все контракты переоцениваются в компьютерной системе. Если стоимость контракта снизилась настолько, что сумма требуемого покрытия превысила установленный в процентах уровень, клиринговая палата требует дополнительного страхового взноса. Если стоимость контракта повысилась, соответствующая разница возмещается палатой. Привлечение к сделкам нейтральной клиринговой палаты, а также ежедневная переоценка позиции обеспечивают оптимальное проведение опционных сделок на бирже.

В 1993 г. на Филадельфийской фондовой бирже опционы DEM/USD имели срок исполнения от одной до двух недель, что позволяло использовать их для краткосрочного страхования рисков.

В ноябре 1994 г. здесь начали торговлю гибкими валютными опционами. На так называемом едином рынке валютных опционов (*united currency options market*) покупателям предоставляется возможность свободно выбирать цену и исполнения, американский или европейский опцион (см. главу 7.4 "Виды опционов") и торговать комбинациями из девяти различных валют (американский, австралийский, канадский доллары, японская иена, ЭКЮ, немецкая марка, французский, швейцарский франк, фунт стерлингов). В связи с этим стандартизация биржевых опционов частично нарушена, и они приближаются к валютным опционам межбанковского рынка.

### 7.3. Межбанковская торговля

Межбанковская торговля опционами (*over-the-counter, или OTC*) базируется на стандартах, которые сложились в биржевой торговле, но гибкость параметров опционов в последние годы здесь существенно возросла. Почти все опционы, которые банки предлагают своим клиентам, могут быть по желанию клиента соответствующим образом видоизменены.

В отличие от биржевых опционов валюта является здесь торгуемой или валютой котировки в соответствии с котировками на валютной бирже. Например, в долларовой опционах доллар является торгуемой валютой. Наибольшие обороты имеют опционы в долларах, а также в наиболее распространенных кросс-валютах: DEM/JPY, DEM/CHF и GBP/DEM.

Отдельные контракты заключаются на определенные суммы торгуемой валюты. Долларовый контракт, например, заключается на сумму в 50 000 долл. или кратную этой величине. Большинство банков, предлагающих своим клиентам опционные сделки, готовы согласиться и на нестандартную сумму.

Базисные сроки платежа по OTC-опционам отличаются от сроков платежа по биржевым опционам. Несколько лет назад практически все торговые рабочие дни стали датами исполнения.

### 7.4. Виды опционов

Различают два вида опционов: опционы *колл* (*call*) и опционы *пут* (*put*).

- Владелец опциона колл (опциона на покупку) имеет право купить у продавца определенную денежную сумму по установленному курсу в дату исполнения и в течение согласованного срока.



- Владелец опциона пут (опциона на продажу) имеет право продать держателю опциона валюту на заранее согласованных условиях.

	Опцион колл	Опцион пут
Покупатель	Право купить Выплата премии	Право продать Выплата премии
Продавец	Обязанность продать Получение премии	Обязанность купить Получение премии

Опционы колл и пут могут быть исполнены по-разному. Если покупатель имеет право решать только в день исполнения, исполнит он опцион или откажется от него, поскольку на валютном рынке предлагается лучший курс, то речь идет о *европейском опционе*.

Если покупатель наделен правом исполнить опцион в любое время до даты истечения, то речь идет об *американском опционе*.

Еще несколько лет назад в Европе торговали преимущественно европейскими опционами, теперь же все большее распространение получают американские опционы.

## 7.5. Премия

Цену опциона составляет премия, которую выплачивает покупатель в валюте котировки. Для расчета премии могут применяться различные формулы. Наиболее известна *Black-Scholes-формула*, которую в начале 70-х годов предложили американцы Black и Scholes. Специально для валютных опционов была разработана Garman & Kohlhagen-модель, которая представляет собой модификацию Black-Scholes-формулы. Величина опционной премии складывается из двух компонентов: внутренней стоимости и временной стоимости.

### 7.5.1. Внутренняя стоимость

Внутренняя стоимость опциона определяется разницей между его ценой исполнения и текущим форвардным валютным курсом, причем эта разница соответствует сумме премии опциона *с выигрышем*.

Опцион колл, позволяющий его владельцу купить иностранную валюту по значительно более низкому курсу, чем текущий форвардный курс, будет дороже, чем опцион колл, цена исполнения которого ближе к форвардному курсу или даже выше его. Точно так же опцион пут с более высокой ценой исполнения, чем текущий форвардный курс, будет дороже опциона пут, цена исполнения которого

го соответствует форвардному курсу. В зависимости от отношения между текущим форвардным курсом и ценой исполнения опционы имеют различные названия.

В приведенных далее примерах используется форвардный курс USD/DEM 1,7500.

*Внутренняя стоимость опциона:*

Опцион колл:	цена исполнения		
	1,7300	→	опцион с выигрышем ( <i>in the money</i> ) в 2 пфеннига
	1,7500	→	опцион без выигрыша ( <i>at the money</i> )
	1,7700	→	опцион с проигрышем ( <i>out of the money</i> ) в 2 пфеннига
Опцион пут:	цена исполнения		
	1,7300	→	опцион с проигрышем ( <i>out of the money</i> ) в 2 пфеннига
	1,7500	→	опцион без выигрыша ( <i>at the money</i> )
	1,7700	→	опцион с выигрышем ( <i>in the money</i> ) в 2 пфеннига

## 7.5.2. Временная стоимость

Временная стоимость опциона определяется разницей между премией и внутренней стоимостью опциона. Она зависит от ожидаемых колебаний обменного курса валюты опциона и времени, оставшегося до исполнения. Если ожидаются сильные курсовые колебания валюты, то опцион будет иметь более высокую премию, чем в отсутствие таких ожиданий.

Чем больше времени до исполнения опциона, тем больше шансы на рост его стоимости. Для опциона без выигрыша, т.е. не имеющего внутренней стоимости, большой срок до исполнения всегда означает возможность приобрести ее. Временная стоимость у такого опциона самая большая. Но и опцион с проигрышем, имеющий длительный срок до исполнения, может приобрести за этот срок стоимость.

Для опциона с выигрышем, имеющего равные шансы на прибыль и убытки, временная стоимость играет подчиненную роль.

Сокращение времени до исполнения всегда уменьшает стоимость опциона. При приближении срока исполнения временная стоимость становится все меньше и незадолго до дня исполнения сводится к нулю. К этому времени может реализоваться только внутренняя стоимость.

### 7.5.3. Прочие факторы

Наряду с внутренней и временной стоимостью на цену опциона оказывают влияние и некоторые другие факторы. Так, например, премия, которую держатель опциона получает от покупателя через два дня после заключения сделки, может при размещении принести ко дню исполнения опциона определенные проценты. Чем выше процентный доход от премии, тем ниже ее величина. И наоборот, низкие процентные выплаты обуславливают более высокую плату за опцион.

На величину премии влияет также текущая рыночная ситуация. На нестабильных или ненадежных рынках риски продавца выше, чем на спокойных рынках. Соответственно при более высоких рисках он требует и более высокую плату.

## 7.6. Исполнение опциона в день истечения

Рассмотрим на примерах влияние различных курсов спот на исполнение европейского опциона в день исполнения. Определим также влияние премии на окончательный курс страхования.

Предприятие-экспортер страхует свои будущие валютные поступления посредством покупки опциона пут. Импортер решает застраховать свои платежи в иностранной валюте, покупая опцион колл.

В примерах рассматривается также положение держателя опционов на дату исполнения.

### 7.6.1. Точка безубыточности

Курс, при котором владелец опциона в день исполнения не будет иметь ни убытков, ни прибыли по сравнению с первоначальным форвардным курсом, называется точкой безубыточности (*break-even-point*).

Предположим, немецкий экспортер ожидает через три месяца поступление 1 млн. долл. Он надеется на рост курса доллара, но хотел бы застраховаться против падения курса. Экспортер может полностью застраховать курсовые риски посредством заключения форвардной сделки, т.е. продажи 1 млн. долл. по существующему форвардному курсу 1,7420. Другая возможность — покупка опциона пут, например, по цене исполнения 1,7500. В этом случае необходимо заплатить премию в 4,7 пфеннига. Перед тем как выбрать один из вариантов, экспортер хотел бы знать точку безубыточности. Для этого он должен рассчитать курс спот ко дню исполнения опциона, если он решится на его покупку, чтобы не иметь потерь по сравнению с заключением форвардной сделки.

Если экспортер решает купить опцион пут по цене исполнения 1,7500 с выплатой премии в 4,7 пфеннига, то точка безубыточности рассчитывается исходя из первоначального форвардного курса с добавлением премии, выплачиваемой при покупке опциона.

Первоначальный форвардный курс	1,7420
Выплачиваемая премия	0,0470
Точка безубыточности	1,7890

Курс спот USD/DEM 1,7890 в день исполнения опциона означает, что покупатель опциона может продать 1 млн. долл. по этому курсу. Но поскольку он уже заплатил премию в 4,7 пфеннига, которую включил в расчет, то 1,7890, исключая 0,0470, даст эффективный курс 1,7420.

Таким образом, любой курс спот, который в день исполнения опциона будет выше 1,7890, принесет прибыль в сравнении с форвардной сделкой. Если, например, курс спот USD/DEM в день исполнения опциона будет 1,7990, то экспортер не воспользуется опционом, а продаст доллары по курсу спот. Его расчет в этом случае будет выглядеть следующим образом:

	Курс	Продажа USD	Покупка DEM
Форвардная сделка	1,7420	1 000 000,—	1 742 000,—
	Курс/премия	Продажа USD	Покупка DEM
Курс спот	1,7900	1 000 000,—	1 790 000,—
Выплаченная премия	0,0470		./ 47 000,—
Окончательная сумма			1 743 000,—

При превышении курса спот на 0,0010 пункта над точкой безубыточности получается прибыль в 1000 марок.

В противном случае, если курс спот в день исполнения опциона ниже точки безубыточности, равной 1,7890, и составляет, например, 1,7880, расчет выглядит так:

	Курс	Продажа USD	Покупка DEM
Форвардная сделка	1,7420	1 000 000,—	1 742 000,—
	Курс/премия	Продажа USD	Покупка DEM
Курс спот	1,7880	1 000 000,—	1 788 000,—
Выплаченная премия	0,0470		./ 47 000,—
Окончательная сумма			1 741 000,—

В этом случае в сравнении с форвардной сделкой получается убыток в 1000 марок.

## 7.6.2. Покупка опциона пут

Немецкий экспортер ожидает через три месяца поступления 1 млн. долл. Он надеется на повышение курса доллара, но все-таки хочет застраховаться от потерь в случае снижения курса USD/DEM.

Экспортер решает купить опцион пут по базисной цене 1,7500, премия составляет 4,7 пфеннига за 1 долл., т.е. при курсе ниже 1,7030 он получит прибыль от страхования. Альтернативный форвардный курс составляет 1,7420.

Альтернативные курсы спот в день исполнения:

- USD/DEM 1,60
 

Исполнение опциона	1,7500	
./.. уплаченная премия	<u>0,0470</u>	
Окончательная цена	1,7030	

  - 3,9 пфеннига составляют потери по сравнению с альтернативной форвардной сделкой
  - 10,3 пфеннига составят выигрыш по сравнению со сделкой спот
  
- USD/DEM 1,75
 

Отказ от опциона	1,7500	Продажа по курсу спот
./.. уплаченная премия	<u>0,0470</u>	
Окончательная цена	1,7030	

  - 3,9 пфеннига потеряны по сравнению с альтернативной форвардной сделкой
  - 4,7 пфеннига потеряны по сравнению со сделкой спот
  - уплаченная премия потеряна
  
- USD/DEM 1,90
 

Отказ от опциона	1,9000	Продажа по курсу спот
./.. уплаченная премия	<u>0,0470</u>	
Конечная цена	1,8530	

  - 11,1 пфеннига выиграны по сравнению с альтернативной форвардной сделкой
  - 4,7 пфеннига потеряны по сравнению со сделкой спот
  - 4,7 пфеннига составит потеря премии

→ Максимальный риск = премии

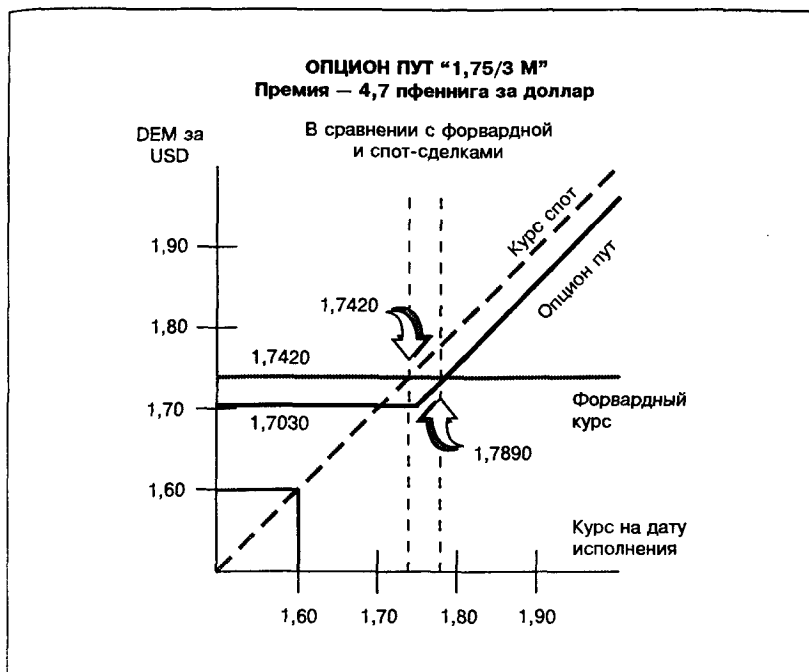


Рис. 19. Покупка опциона пут

На основе приведенных примеров на рис. 19 представлены сравнения между:

страхованием посредством покупки опциона пут и заключением форвардной сделки;

незастрахованной продажей по курсу спот в день исполнения и покупкой опциона пут;

незастрахованной продажей по курсу спот в день исполнения и страхованием посредством форвардной сделки.

- Форвардная сделка — покупка опциона пут

Покупка опциона пут оказывается прибыльнее, чем страхование по форвардному курсу 1,7420, если курс спот в день исполнения опциона выше 1,7890 (форвардный курс плюс уплаченная премия в 4,7 пфеннига). При курсе спот 1,7890 прибыльность опциона пут равна прибыльности сделки спот, но уплаченная премия в этом случае рассматривается как издержки.

- Сделка спот — покупка опциона пут

При росте курса спот выше 1,7030 (цена исполнения опциона, исключая 4,7 пфеннига премии) продажа валюты в день исполнения будет выгоднее, чем покупка опциона пут. Если же курс спот упадет ниже 1,7030, то выгоднее покупка опциона.

- Сделка спот — форвардная сделка

Сравнение страхования валюты по форвардному курсу 1,7420, который не зависит от курса в день исполнения, с продажей по курсу спот в этот день (т.е. без страхования) показывает, что, если курс спот превысит этот уровень, возможности получения прибыли без страхования значительны. Но в противоположном случае при падении курса спот ниже 1,7420 было бы выгоднее страхование форвардной сделкой.

### 7.6.3. Продажа опциона пут

В день исполнения для держателя опциона пут возникают следующие ситуации:

- USD/DEM 1,60
 

Исполнение опциона	1,7500	
+ полученная премия	<u>0,0470</u>	
Окончательная цена	1,7030	
→ 10,3 пфеннига потеряны по сравнению со сделкой спот		
- USD/DEM 1,75
 

Отказ от опциона	1,7500	Покупка по курсу спот
+ полученная премия	<u>0,0470</u>	
Окончательная цена	1,7030	
→ 4,7 пфеннига выиграны по сравнению со сделкой спот		
- USD/DEM 1,90
 

Отказ от опциона	1,9000	Покупка по курсу спот
+ выплаченная премия	<u>0,0470</u>	
Окончательная цена	1,8530	
→ Покупка необходимой валюты по, вероятно, более высокому курсу, чем предусмотрено калькуляцией		

→ Риск = неограниченным возможным убыткам

### 7.6.4. Покупка опциона колл

Немецкий импортер должен через три месяца заплатить за поставленный товар 1 млн. долл. Он ожидает снижения курса доллара, но хотел бы застраховаться от его возможного повышения. У него есть

возможность либо купить 1 млн. долл. по форвардному курсу 1,7420, либо приобрести опцион колл. Он решает купить опцион по цене исполнения 1,7000; премия составит тогда 6,6 пфеннига.

Точка безубыточности находится в этом случае на уровне 1,6760, равном курсу альтернативной форвардной сделки, исключая уплаченную премию.

Альтернативные курсы спот в день исполнения:

- USD/DEM 1,55      Отказ от опциона      1,5500      Покупка по курсу спот

+ уплаченная премия      0,0660

Окончательная цена      1,6160

→ 12,6 пфеннига прибыли по сравнению с альтернативной форвардной сделкой

→ 6,6 пфеннига убытка по сравнению со сделкой спот
  
- USD/DEM 1,70      Отказ от опциона      1,7000      Покупка по курсу спот

+ уплаченная премия      0,0660

Окончательная цена      1,7660

→ 2,4 пфеннига убытка по сравнению с альтернативной форвардной сделкой

→ 6,6 пфеннига убытка по сравнению со сделкой спот

→ уплаченная премия потеряна
  
- USD/DEM 1,85      Исполнение опциона      1,7000

+ уплаченная премия      0,0660

Окончательная цена      1,7660

→ 2,4 пфеннига убытка по сравнению с альтернативной форвардной сделкой

→ 8,4 пфеннига прибыли по сравнению со сделкой спот, успешное страхование курса

→ Максимальный риск = премии

На рис. 20 по данным примеров сравниваются различные виды страхования конвертации будущих валютных платежей:

страхование посредством форвардной валютной сделки и покупка опциона колл;

незастрахованная покупка валюты при платеже и покупка опциона колл;



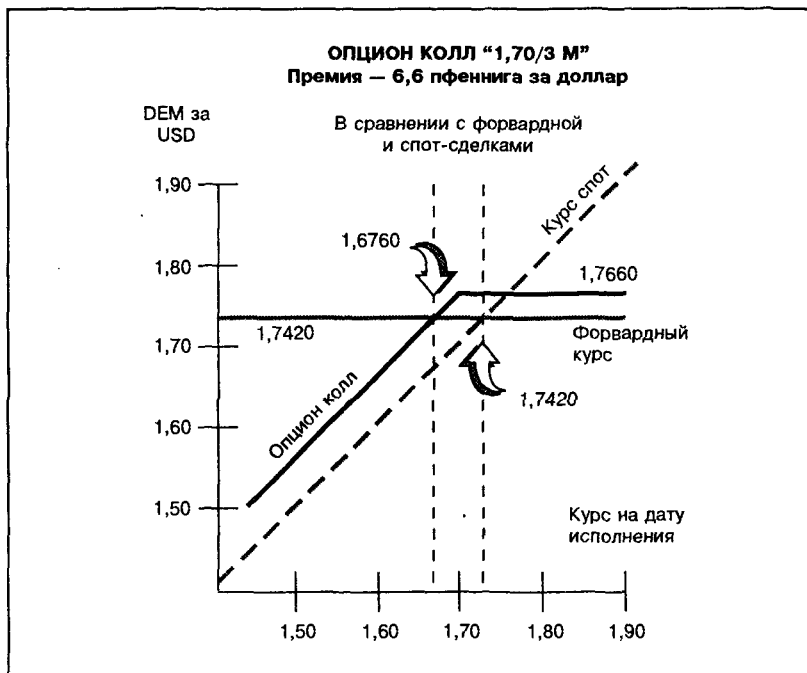


Рис. 20. Покупка опциона колл

незастрахованная покупка иностранной валюты посредством сделки спот в день исполнения и заключение форвардной сделки.

- Форвардная сделка — опцион колл

Покупка опциона колл выгоднее, чем страхование по форвардному курсу 1,7420, если курс спот опустится ниже 1,6760 (форвардный курс, исключая уплачиваемую премию в 6,6 пфеннига). Опцион не исполняется, только теряется премия. Форвардная сделка должна исполняться также при более низком курсе спот.

- Сделка спот — опцион колл

В случае, когда курс спот ниже 1,7660 (цена исполнения плюс 6,6 пфеннига премии), отказ от страхования и покупка иностранной валюты в день исполнения были бы выгоднее, чем покупка опциона колл. При росте курса выше 1,7660 преимущество имеет покупка опциона.

- Сделка спот — форвардная сделка

Сравнение страхования выплаты валюты по форвардному курсу 1,7420 с покупкой по курсу спот в день исполнения (т.е. без страхования) показывает, что падение курса доллара ниже 1,7420 дает преимущество форвардной сделке, рост же курса доллара выше 1,7420 принесет этой сделке потери.

## 7.6.5. Продажа опциона колл

Для продавца опциона ситуация в день исполнения выглядит следующим образом:

- USD/DEM 1,55      Отказ от опциона      1,5500      Покупка по курсу спот  
+ полученная премия      0,0660  
Окончательная цена      1,6160  
→ на 6,6 пфеннига выгоднее, чем сделка спот  
→ премия в полном объеме составляет прибыль
  
- USD/DEM 1,70      Отказ от опциона      1,7000      Покупка по курсу спот  
+ полученная премия      0,0660  
Конечная цена      1,7660  
→ на 6,6 пфеннига выгоднее, чем сделка спот
  
- USD/DEM 1,85      Исполнение опциона      1,7000  
+ полученная премия      0,0660  
Окончательная цена      1,7660  
→ 8,4 пфеннига потеряно по сравнению со сделкой спот  
→ расходы в форме упущенной выгоды

→ Риски = неограниченным возможным убыткам

## 7.7. Страхование валютного риска на стадии предложения

Нередко предприятие должно учитывать обменный курс валюты в окончательной цене своего предложения, хотя еще не известно, будет ли заключен договор. В этом случае предприятие уже приобретает потенциальный валютный риск, так как цена иностранной валюты может сильно измениться к окончательному утверждению договора.

Предположим, что немецкое предприятие-экспортер участвует в тендере на поставку деталей строительных конструкций в США. Стоимость заказа составляет 5 млн. долл., поступление денег произойдет через три месяца после заключения договора.

Форвардный курс USD/DEM при расчете предложения составляет 1,6000, поступление платежа в 5 млн. долл. имело бы эквивалент 8 млн. марок. Через четыре недели после подачи заявки экспортер получил заказ. Предположим, что поступление иностранной валюты до этого времени не было застраховано. Если форвардный курс доллара между предложением и заказом снизится, например, до 1,5600, то при конвертации экспортер получит только 7,8 млн. марок вместо рассчитанных 8 млн. марок.

Страхование валютного риска на стадии предложения посредством форвардной валютной сделки само не лишено риска, поскольку при его отклонении форвардную сделку нужно исполнять. Необходимая сумма иностранной валюты для форвардной сделки должна быть куплена на свободном рынке по, возможно, более худшему курсу. К потере сделки добавится потеря в валюте.

Приведенные далее примеры показывают различия между покупкой опциона и заключением форвардной валютной сделки на стадии предложения: при заключении договора и при отклонении предложения.

#### *Предполагаемые курсы и данные:*

Дата предложения:	2 мая
Заказ со стороны импортера:	6 июня
Срок платежа:	8 сентября
Форвардный курс USD/DEM на 2 мая	Валютирование 8 сентября 1,6000
Форвардный курс USD/DEM на 6 июня	Валютирование 8 сентября 1,6200
Цена исполнения опциона пут (покупка)	1,6200
Премия	0,0400
Цена исполнения опциона пут (продажа)	1,6200
Премия	0,0300

Немецкий экспортер 2 мая направляет в США предложение о поставке деталей строительных конструкций; сумма контракта составляет 5 млн. долл. Решение о принятии предложения должно поступить к началу следующего месяца, по условиям платежа поступления валюты следует ожидать 8 сентября. Экспортер, рассчитывая на прибыль, хочет сразу застраховать потенциальный валютный риск. Он выбирает между покупкой опциона пут и заключением форвардной валютной сделки.

### 7.7.1. Экспортер получает заказ

#### *1-я альтернатива: покупка опциона пут*

Экспортер страхуется против изменения обменного курса 2 мая, покупая опцион пут по цене исполнения 1,6200. Выплата премии составляет:  $5\,000\,000 \times 0,0400 = 200\,000$  долл.

Курс спот USD/DEM на 6 сентября с датой валютирования 8 сентября: 1,6800.

Поскольку экспортеру выгоднее продать доллары по курсу спот на рынке, он отказывается от опциона.

	Приход	Расход
Опцион пут: отказ	-	-
Премия:	-	200 000,-
Продажа по курсу спот	8 400 000,-	
Окончательная сумма	8 200 000,-	

→ Полученный курс доллара:  $8\,200\,000 / 5\,000\,000 = 1,6400$ .

*2-я альтернатива: форвардная валютная сделка*

Экспортер страхуется против изменения обменного курса 2 мая путем заключения форвардной валютной сделки по курсу 1,6000.

Продажа	Покупка	Курс	Дата сделки	Валютирование
USD 5 000 000,-	DEM 8 000 000,-	1,6000	2 мая	8 сентября

Страхование обменного курса посредством покупки опциона пут на 200 000 марок выгоднее, чем заключение форвардной сделки.

## 7.7.2. Экспортер не получает заказ

*1-я альтернатива: продажа опциона пут*

Экспортер страхуется против изменения валютного курса 2 мая путем покупки опциона пут. 6 июня экспортер получает отказ на свое предложение. Он решает продать опцион. Премия за пут-опцион составляет на эту дату 3 пфеннига.

Курс спот 6 сентября, валютирование 8 сентября: 1,6800.

	Приход	Расход
Покупка опциона: отказ	-	-
Премия	-	200 000,-
Продажа опциона: отказ	-	-
Премия	150 000,-	
Расходы	50 000,-	

Всего затрачено на страхование курса 50 000 марок.

*2-я альтернатива: противоположная сделка по отношению к форвардной*

Экспортер страхуется против изменений обменного курса 2 мая посредством форвардной валютной сделки по курсу 1,6000. Эта сделка

ка выравнивается противоположной сделкой 6 июня по форвардному курсу с валютированием 8 сентября USD/DEM 1,6200.

Для выравнивания сделки необходимо затратить 8 100 000 марок, страхование курса принесет 100 000 марок убытка.

Продажа	Покупка	Курс	Дата сделки	Валютирование
USD 5 000 000,—	DEM 8 000 000,—	1,6000	2 мая	8 сентября
DEM 8 100 000,—	USD 5 000 000,—	1,6200	6 июня	8 сентября

Расходы на страхование, составляющие в этом случае 100 тыс. марок, на 50 тыс. марок больше, чем при страховании посредством опциона пут.

Естественно, экспортер имеет возможность выравнивать форвардную сделку не сразу. Он может следить за изменением курса до дня исполнения платежа, чтобы при возможном повышении курса получить наилучший результат. Но в этом случае он будет нести неограниченно большой курсовой риск.

## 7.8. Опционы с нулевой стоимостью

Предприятиям, желающим застраховать курсовые риски с помощью опциона, банки нередко предлагают различные комбинации стандартных опционов. Покупка опциона обязывает владельца заплатить премию, но если он одновременно продает опцион, то получает премию от покупателя. Выбирая цену исполнения, он, с одной стороны, страхуется от курсовых потерь (покупка опциона), с другой стороны, ограничивает прибыль (продажа опциона).

Предприятия являются в основном покупателями опционов, банки выступают в качестве и покупателей, и продавцов. Многие предприятия, рассматривающие покупку опциона как альтернативу форвардной валютной сделке, сталкиваются с дополнительной проблемой: величиной предварительно выплачиваемой премии. Предприятие — покупатель опциона хочет покрыть свои валютные риски, использовать благоприятное для него изменение курсов и одновременно уплатить возможно меньшую премию или даже не платить ее совсем. Покупка опциона в комбинации с продажей имеет наименование *опционы с нулевой стоимостью (zero-cost options)*.

Такая комбинация опционов, с одной стороны, страхует покупателя от курсовых потерь, но, с другой стороны, при благоприятном для предприятия изменении курса не дает возможности, как при обычной покупке опциона, получить неограниченную прибыль, сопровождаемую, конечно, расходами на выплату премии.

На практике редко удается выравнять уплаченную и полученную премии, но премиальные расходы можно снизить до минимума. Принцип использования опционов с нулевой стоимостью рассматривается далее на примере; при этом премии при покупке и продаже для упрощения представлены равными.

**Пример.** Немецкий импортер хотел бы застраховать расчетную сумму в 5 млн. долл., которую он должен уплатить через некоторое время. В основу его калькуляции заложен курс USD/DEM 1,6500. На этом уровне он и намерен застраховаться от повышения курса. Хотя альтернативный форвардный курс, составляющий 1,5900, для импортера уже выгоднее, чем заложенный в калькуляции, он рассчитывает при дальнейшем снижении курса получить прибыль и решается использовать опционы с нулевой стоимостью.

Импортер покупает опционы колл на сумму, эквивалентную 5 млн. долл. по цене исполнения 1,6500, и продает опционы пут на такую же сумму по цене исполнения 1,5500. Премия опционов колл составляет 2,95 пфеннига, но она возвращается при продаже опционов пут.

Покупка опционов страхует импортера от роста обменного курса выше 1,6500; продажа опционов ограничивает его шансы на прибыль при падении курса ниже 1,5500.

Сделка:	Сделка:
Покупка: опцион колл	Продажа: опцион пут
Цена исполнения: 1,6500	Цена исполнения: 1,5500
Премиальные расходы:	Полученная премия:
2,95 пфеннига	2,95 пфеннига
Застраховано: 5 млн. долл.	Застраховано: 5 млн. долл.

Обменный курс USD/DEM в день исполнения	1,4000 получено/ израсходовано в DEM	1,5000 получено/ израсходовано в DEM	1,5500 получено/ израсходовано в DEM
Опцион колл: уплаченная премия	- 147 500,-	- 147 500,-	- 147 500,-
Опцион пут: исполнение при 1,5500	- 7 750 000,-	- 7 750 000,-	7 750 000,-
Полученная премия	+ 147 500,-	+ 147 500,-	+ 147 500,-
Итоговая сумма	- 7 750 000,-	- 7 750 000,-	- 7 750 000,-
Расходы без страхова- ния курса	- 7 000 000,-	- 7 500 000,-	- 7 750 000,-

При падающем обменном курсе импортер может получить прибыль только при цене исполнения опциона пут 1,5500. Он откажется от опциона колл, если владелец опциона пут предъявит свои права на продажу по курсу 1,5500. Импортер получит 5 млн.

долл. за согласованный эквивалент в 7 750 000 марок. При падении обменного курса ниже 1,5500 импортеру было бы выгоднее не страховать свою сделку.

Обменный курс USD/DEM в день исполнения	1,8000 получено/ израсходовано в DEM	1,9000 получено/ израсходовано в DEM
Опцион колл:		
Исполнение при 1,6500	- 8 250 000,-	- 8 250 000,-
Выплаченная премия	- 147 500,-	- 147 500,-
Опцион пут:		
Полученная премия	+ 147 500,-	- 147 500,-
Итоговая сумма	- 8 250 000,-	- 8 250 000,-
Расходы без страхования курса	- 9 000 000,-	- 9 500 000,-

Если обменный курс возрастет выше 1,6500, то импортер реализует свое право на покупку долларов за марки по курсу 1,6500. Владелец опциона пут, потерявшего свою ценность, продаст доллары на свободном рынке. Импортер должен будет в этом случае израсходовать 8 250 000 марок на покупку 5 млн. долл., но он защищен от больших курсовых потерь.

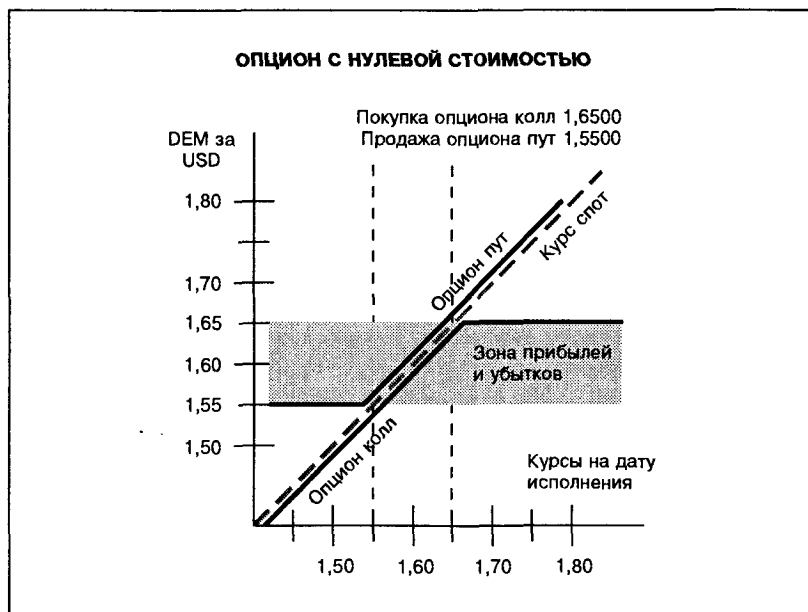


Рис. 21. Опцион с нулевой стоимостью

Приведенный пример в полной мере разъясняет, что заключение опциона с нулевой стоимостью хотя и лимитирует возможную прибыль, но в то же время защищает от курсовых потерь. Премияльные расходы сводятся к минимуму или полностью исключаются.

Ограничение прибылей и убытков посредством опциона с нулевой стоимостью по цене исполнения между 1,5500 и 1,6500 показано на рис. 21.



## ОБЗОР: Валютные опционы

Валютный опцион	<p><i>Валютный опцион</i> предоставляет владельцу (покупателю) за уплату опционной премии право (но не обязанность) у держателя опциона (продавца):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> купить (колл) или продать ему (пут)</li> <li><input type="checkbox"/> заранее установленную <i>сумму валюты</i></li> <li><input type="checkbox"/> по заранее установленному валютному курсу (цене исполнения или цене "страйк" (strike-price))</li> <li><input type="checkbox"/> в любое время до согласованного срока (<i>американский опцион</i>) или только в определенный день (<i>европейский опцион</i>).</li> </ul> <p>Форвардная сделка, наоборот, связывает обе стороны и обязательна для исполнения в срок платежа.</p>
-----------------	---

Основные позиции	Колл	Пут
Покупатель	Длинный колл: Право покупки	Длинный пут: Право продажи
Продавец	Короткий колл: Обязанность продажи	Короткий пут: Обязанность покупки

Опционная премия	<p>Опционная премия является ценой, уплаченной покупателем опциона.</p> <p><i>Факторы, определяющие цену:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> внутренняя стоимость: цена исполнения, текущий валютный курс;</li> <li><input type="checkbox"/> временная стоимость: срок до исполнения, изменчивость экономической ситуации;</li> <li><input type="checkbox"/> прочие факторы: уровень процентных ставок, вид опциона (американский/европейский), рыночные ожидания, ликвидность рынка, иногда особые условия эмитента.</li> </ul>
------------------	---

Прибыль/убытки и точка безубыточности	<p>Прибыль и убыток длинной позиции (исполнение только при наличии прибыли, максимальный убыток равен величине премии):</p> <p><math>K</math> = валютный курс; <math>\Pi</math> = цена исполнения;  <math>\Pi</math> = премия</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Колл: <math>\Pi_{\text{иУ}} = \text{Max}[(K - \Pi) - \Pi, 0]</math></li> <li><input type="checkbox"/> Колл: Точка безубыточности: <math>K = (\Pi + \Pi)</math></li> <li><input type="checkbox"/> Пут: <math>\Pi_{\text{иУ}} = \text{Max}[(\Pi - K) - \Pi, 0]</math></li> <li><input type="checkbox"/> Пут: Точка безубыточности: <math>K = \Pi - \Pi</math></li> </ul>
---------------------------------------	--

## 8. Еврорынок

### 8.1. Характеристика

*Еврорынком* называют все международные денежные рынки и рынки капиталов, на которых депозитные и кредитные сделки заключаются вне страны происхождения валюты.

Первые еврорынки возникли в конце 50-х годов. После окончания второй мировой войны европейские страны держали свои долларовые активы в США, но холодная война вызвала у них опасения, что американские власти заморозят эти деньги или поставят их под свой контроль. Результатом стал массовый отток долларовых активов в Европу. Так возникло понятие рынка евродолларов. Со временем вне страны происхождения стали торговать и другими свободно конвертируемыми валютами, возникли рынки евромарок, еврофунтов, которые позже объединило понятие еврорынка. Конечно, это понятие недостаточно точно, поскольку данный рынок не ограничен Европой, а распространяется также на другие континенты. Международные денежные рынки, выполняющие функции еврорынка, но расположенные вне Европы, называют также *off-shore*- (офшорный) или *xeno*- (по-гречески — чужой) рынки.

На еврорынки не распространяются такие административные валютные ограничения местных рынков, как контроль за движением капиталов, минимальные резервные требования и пр. Но банки, действующие на еврорынках, подлежат надзору и налогообложению страны, где они являются резидентами. Еврорынки представляют интерес не только для банков, но и для вкладчиков и кредиторов, которые часто находят здесь более благоприятные условия и большую ликвидность, чем на внутренних рынках. Операции на еврорынке можно разделить на три категории:

рынок евроденег:	вклады и кредиты на срок до одного года;
рынок еврокредитов:	вклады и кредиты на срок более одного года;
рынок еврокапиталов:	эмиссия и торговля долгосрочными ценными бумагами

Многие понятия и правила валютного дилинга используются на еврорынке. В принципе здесь также называются ставки покупки и продажи, обычная разница которых составляет 0,0125%. Банк который на запрос о трехмесячных процентных ставках в марка называет от 4 7/8 до 5%, готов взять деньги на три месяца по 4 7/8% и выдать под 5%. В последние годы банки все чаще непосредственно обозначают ставки покупки и продажи.

Валютирование на международных денежных рынках такое же, как и в валютном дилинге. Дата валютирования, если особо не оговорено, — второй рабочий день после заключения сделки. Днем исполнения, как и при форвардных сделках, может быть любой рабочий день, но стандартами валютирования являются одна неделя и 1, 2, 3, 6 и 12 месяцев.

При расчете процентных сумм *точно* учитываются *календарные дни*, т.е. проценты за январь рассчитываются на 31 день, за февраль — на 28 или 29 дней. За год в качестве базиса принимаются 360 дней. Исключения составляют процентные расчеты британского и ирландского фунтов, а также бельгийского франка, для которых годовые процентные ставки рассчитываются на 365 дней.

На рис. 22 представлено изменение евродолларовых процентных ставок в период с августа 1992 г. до сентября 1997 г.

## 8.2. LIBOR и FIBOR

Базисными ставками кредитов, которые предприятия берут на евrorынке, могут быть ставки банков, выдающих кредиты, или *LIBOR* (*London Interbank Offered Rate* — Лондонская межбанковская ставка процента).

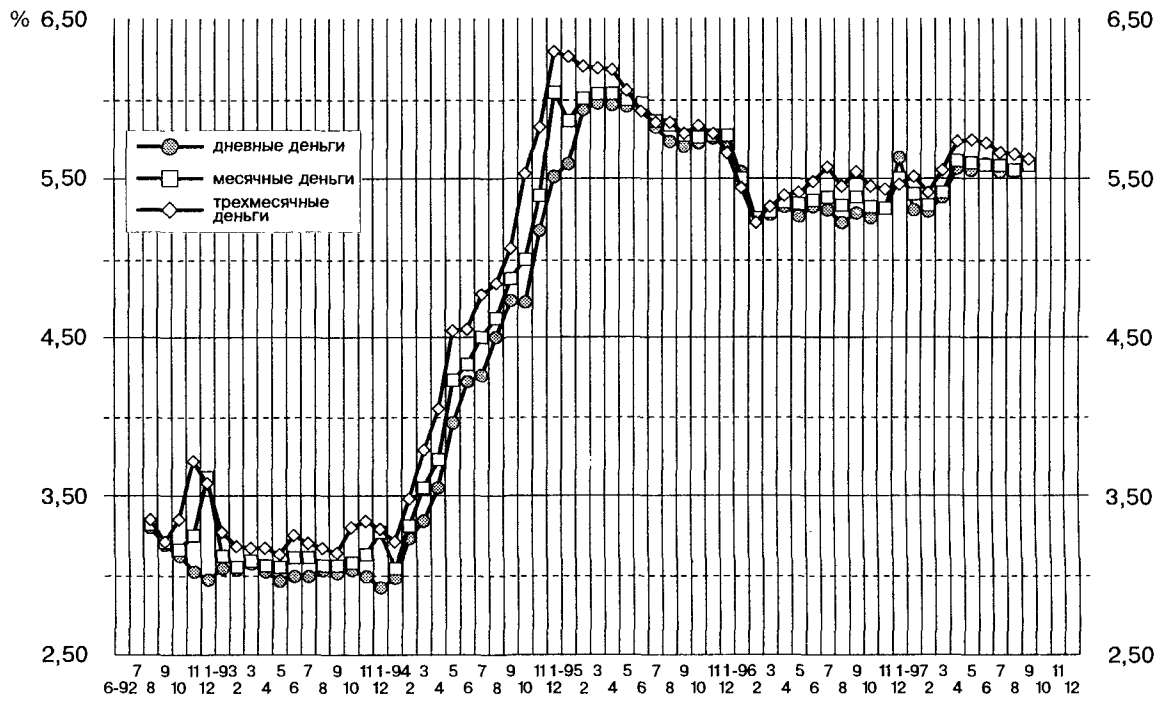
В 11 часов лондонские референтные банки сообщают свои ставки кредитов в разных валютах для банков такого же ранга на период от одного до 12 месяцев. Из этих *референтных (справочных) ставок* рассчитывается арифметическая средняя, которую публикует Ассоциация британских банкиров. Эта ставка является базисной процентной ставкой для выдачи кредитов.

На рис. 23 представлен фрагмент информационного табло агентства Рейтер, где показаны ставки LIBOR для доллара США некоторых первоклассных банков.

Официальные ставки LIBOR для различных валют представлены на табло, изображенном на рис. 24.

Наряду с международными евrorынками для каждой валюты существуют внутренние рынки, на которых торгуют местные банки. Несколько лет назад на этих рынках также стали публиковать референтные кредитные ставки для первоклассных внутренних клиентов.

В Германии ежедневно сообщается так называемая ставка *FIBOR* (*Frankfurt Interbank Offered Rate* — Франкфуртская межбанковская ставка процента). Изменения FIBOR за 1, 2, 3, 6 и 12 месяцев представлены на рис. 25.



Ставки основываются на данных Франкфуртской и Люксембургской банковских площадок.  
 Источник: Ежемесячные сообщения Федерального банка Германии

Рис. 22. Денежные ставки евродоллара (по месяцам)

reuters Wednesday, 19 November 1997

0000 LONDON INTERBANK OFFERED RATES - 11:00 LONDON TIME LIBO

EURODOLLAR DEPOSITS - SEE ISDA/B FOR FIXINGS

PERIOD	BARCLAYS BK	TOKYO-MITSUB	BNKRS TRUST	NATWEST
OVERNIGHT	5-5/8	5-5/8	5-21/32	5-21/32
1 WEEK	5-5/8	5-5/8	5-5/8	5-21/32
1 MTH	5-11/16	5-3/4	5-11/16	5-11/16
2 MTH	5-7/8	6-1/4	5-7/8	5-7/8
3 MTH	5-7/8	6-1/4	5-7/8	5-7/8
6 MTH	5-29/32	6-1/4	5-29/32	5-29/32
9 MTH	5-15/16	6-1/4	5-15/16	5-15/16
12 MTH	6	6-1/4	6	6
	18/11/97	VAL 20/11/97	LIBP FOR	STG LIBORS

Рис. 23. Рейтер демонстрирует ставки LIBOR

reuters Wednesday, 19 NOVEMBER 1997

1121 INTNL SWAP & DERIVATES ASSOCIATION ISDA

INTERBANK RATES FROM LONDON

	USD	GBP	JPY	CHF	DEM	XEU
	LONDON	LONDON	LONDON	LONDON	LONDON	LONDON
1M	5.70313	7.45833	0.51043	1.87500	3.60931	4.47917
2M	5.96875	7.59896	0.46873	2.30208	3.95313	4.70833
3M	5.96875	7.67708	0.48957	2.33333	3.96094	4.72917
6M	5.99219	7.80208	0.50000	2.39583	4.03888	4.80208
1Y	6.06250	7.90625	0.55207	2.48958	4.18738	4.87500
	LIBO	LIBP	JNBO	CHFO	DMBO	ECUO
	18/11/97	18/11/97	18/11/97	18/11/97	18/11/97	18/11/97

Рис. 24. Рейтер демонстрирует ставки ISDA

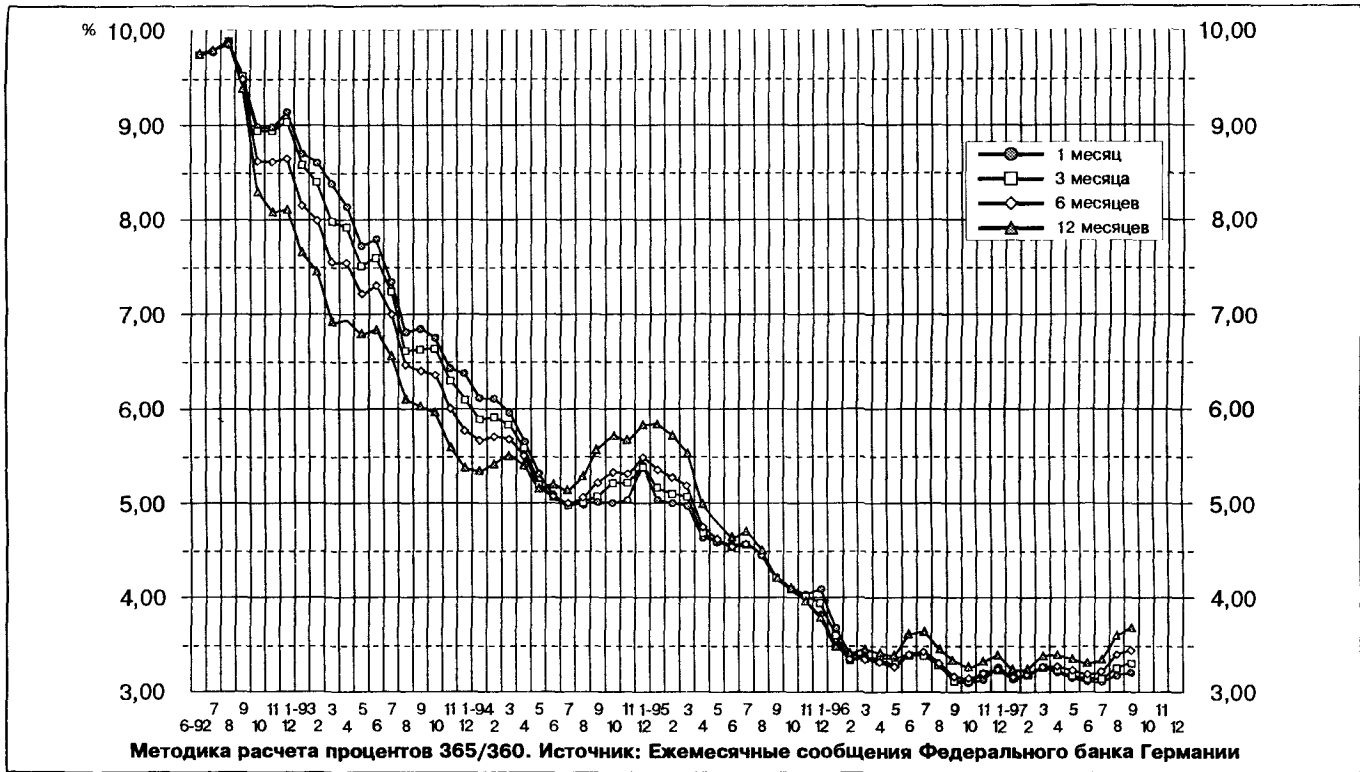


Рис. 25. Денежные ставки FIBOR (по месяцам)

### 8.3. Кредиты с переменной ставкой (roll-over)

Если предприятие хочет получить в своем банке кредит на базе LIBOR, эта процентная ставка с добавлением некоторой маржи образует основу ставки кредитования.

LIBOR часто используется в качестве референтной ставки для кредитов с переменной ставкой (*roll-over credits*). При этом речь идет о кредитах, которые обычно превышают год. Заключая кредитную сделку, банк и предприятие не договариваются о твердой процентной ставке: она периодически пересматривается с учетом текущей рыночной ситуации.

Предприятия, получающие кредит в то время, когда уровень процентов высок и ожидается его снижение в будущем, может выгодно использовать возможности кредита с переменной ставкой, чтобы при благоприятной рыночной ситуации получить прибыль.

Потери предприятия, связанные с этим кредитом, по сравнению с кредитом, предоставляемым по твердым процентным ставкам, возникают в случаях, когда не наступает ожидаемого снижения процентов и кредит при растущих на рынке ставках становится дороже. Поэтому точный расчет процентных расходов по кредиту с переменной ставкой возможен только в конце его срока.

Предположим, что предприятие 19 января договорилось со своим банком о получении еврокредита в размере 10 млн. марок на основе roll-over. Процентная ставка согласована на уровне LIBOR плюс маржа в 0,5% с пересмотром каждые три месяца, полный срок кредита составляет два года.

Процентные ставки и расчет сроков первых трех платежей выглядят следующим образом:

Дата	Валютирование	День исполнения	LIBOR	Маржа	Клиентская ставка процента
19 января	21 января	21 апреля	4,500%	0,5%	5,000%
19 апреля	21 апреля	21 июля	4,250%	0,5%	4,750%
19 июля	21 июля	21 октября	4,125%	0,5%	4,625%

В этом случае предприятие получает прибыль от снижения процентных ставок, но при повышении уровня процента кредит снова подорожает.

### 8.4. Европроценты и своп-ставки

В разделе 6.6 указывалось на связь между разницей процентных ставок для двух европейских валют и своп-ставками. В принципе своп-ставки соответствуют разнице европроцентов, но все же иногда воз-

никают ситуации, при которых из-за технических условий на рынке это равновесие нарушается. Такие отклонения используются дилерами для арбитража между денежными и валютными рынками.

Приведем пример, показывающий влияние процентных ставок на своп-ставки и возможность арбитража.

Процентные ставки для USD:	180 дней:	4,000%	–	4,125%
Процентные ставки для DEM:	180 дней:	6,500%	–	6,625%
Надбавка USD/DEM:	180 дней:	187	–	195
Курс спот:		1,5548	–	1,5553

Разница процентных ставок на евторынке составляет 2,375—2,625%.

Рассчитаем процентную разницу на основе своп-ставки по следующей формуле:

$$\text{Процентная разница} = \frac{S \times [(360 \times 100) + (ZHW \times T)]}{KC \times T} =$$

$$= \frac{0,0187 \times [(360 \times 100) + (4,125 \times 180)]}{1,5550 \times 180} = 2,45 \text{ (округленно)}$$

Здесь: S — своп-ставка; ZHW — процентная ставка для торгуемой валюты;  
T — число дней; KC — курс спот.

Процентная разница, рассчитанная для примера на основе своп-ставки, составляет 2,45% (округленно). Хотя она несколько меньше, чем эффективная разница европроцентов, но в принципе соответствует ей.

Предположим, что процентные ставки для доллара снизились до 3,750—3,875%, а ставки для марки и своп-ставки остались неизменными. Изменение ставок для долларов увеличило процентную разницу до 2,625—2,875%, что обусловило расчетную своп-ставку в 200—219 пунктов.

При таких условиях сразу начинаются арбитражные операции:

- Долларовый кредит на евторынке под 3,875%.
- Конвертация его в марки посредством своп-сделки в 195 пунктов.
- Вложение марок на евторынке под 6,5%.

На базе долларового кредита и его конвертации в немецкие марки через своп-сделку в 195 пунктов банк получает марки под 6,43%, которые может вложить на евторынке под 6,5%.

Эта возможность арбитража используется дилерами до тех пор, пока своп-ставки опять не станут соответствовать разнице процентных ставок. На практике такая дифференция продолжается недолго, поскольку при малейших отклонениях начинается перелив одной валюты в другую.



### Еврорынок

*Еврорынок* представляет собой международный денежный рынок и рынок капиталов, на котором депозитные и кредитные сделки осуществляются вне страны происхождения валюты.

Еврорынок не подлежит национальному или международному валютному контролю, например на нем отсутствуют минимальные резервные требования.

### LIBOR

*London Interbank Offered Rate* — процентная ставка, по которой первоклассные лондонские банки предоставляют кредиты друг другу (в различных валютах и на различный срок). LIBOR — важная референтная ставка для денежных вложений или ссуд с переменной процентной ставкой, например для облигаций с плавающей ставкой (*floating rate notes*) или *roll-over*-кредитов.

### FIBOR

*Frankfurt Interbank Offered Rate* — соответствует LIBOR на немецком рынке. Публикуются две различные ставки: FIBOR (старая) и FIBOR (новая), что является следствием перехода к расчету процентов по международным правилам в октябре 1990 г. (календарные дни/360 дней).

### Своп-ставки

*Своп-ставки* представляют собой разницу между форвардным и спот-курсами валюты. В нормальных условиях своп-ставки соответствуют разнице процентных ставок на еврорынке. Отклонения используются для арбитража.

Упрощенно своп-ставки можно рассчитать по формуле:

$$\text{Своп - ставка} = \frac{\text{Курс спот} \times \text{Процентная разница} \times \text{Срок}}{100 \times \text{Базис}}$$

Базис — количество дней года, по которому ведется расчет (360 или 365).

## 9. Риски в валютной торговле

### 9.1. Общие сведения

В каждой валютной или кредитной сделке, которую заключает банк, присутствуют различные риски. Эти риски можно разделить на две основные группы: рыночные риски и риски контрагента. Под рыночными рисками понимается опасность потерь, возникающих вследствие изменения рыночных цен: процентных ставок, валютных курсов и т.п. В качестве рисков контрагента рассматриваются риски невыполнения партнером по сделке взятых на себя обязательств; их называют также *партнерскими рисками*. Обе группы содержат риски, различающиеся по происхождению и по своим последствиям.

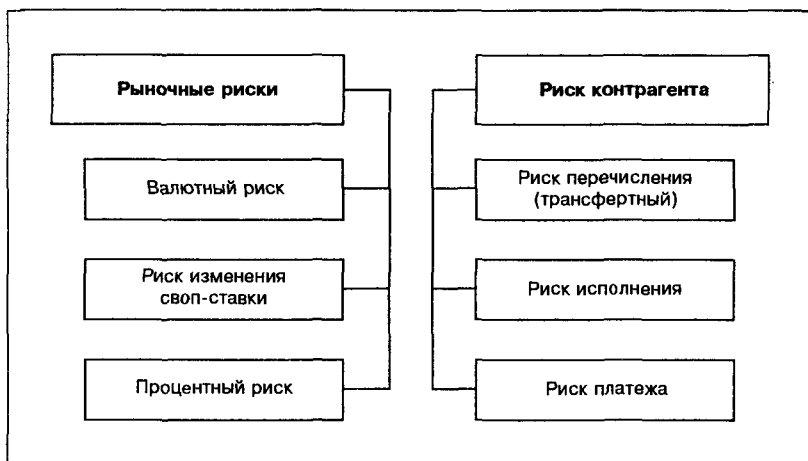


Рис. 26. Риски торговли валютой

### 9.2. Рыночные риски

Понятие рыночных рисков объединяет риски, возникающие при незакрытых позициях в валютных и кредитных сделках вследствие изменения рыночных цен. Эти риски называются также *транзакционными* или *операционными*. Неблагоприятные изменения обменного курса или процентных ставок приводят при открытых позициях к потерям от этих сделок.

### 9.2.1. Валютный риск

Риск изменения валютного курса — это риск возможных потерь при открытой позиции в иностранной валюте. Этот риск обозначается также как курсовой риск.

Чем больше период, в течение которого позиция в иностранной валюте остается незакрытой, тем больше опасность неблагоприятного изменения обменного курса. При сильных его колебаниях этот риск возникает уже при заключении сделки.

Если, например, банк А продает клиенту 5 млн. долл. за немецкие марки по курсу 1,5550 и не закрывает сразу эту сумму, то при росте курса возникают валютные потери, которые в приведенном ниже примере составляют 25 000 марок.

Сделка	USD	Курс	DEM
Продажа	5 000 000,—	1,5550	7 775 000,—
Рост курса		+ 0,0050	
Покупка	5 000 000,—	1,5600	7 800 000,—
			/ . 25 000,—

На обменный курс влияют не только коммерческие или спекулятивные спрос и предложение, но также экономические и политические события. Например, путч в бывшем СССР в августе 1991 г. отчетливо показал, как сильно может реагировать курс доллара США на политические события.

На рис. 27 показан рост курса доллара по отношению к немецкой марке в начале путча с 1,7500 до почти 1,8250. Окончание мятежа привело через несколько дней к падению курса до прежнего уровня.

Открытые короткие позиции, которые закрылись бы в первой фазе, принесли бы большие курсовые потери, длинные же позиции дали бы прибыль.

### 9.2.2. Процентный риск

Незакрытая кредитная позиция содержит так называемый риск изменения процентных ставок, т.е. риск неблагоприятной их динамики. Если выдача или получение денег не закрыты в ожидании, что эти сделки могут быть заключены позднее по более благоприятной процентной ставке, возникает опасность негативного изменения ставок и потерь при закрытии позиции.

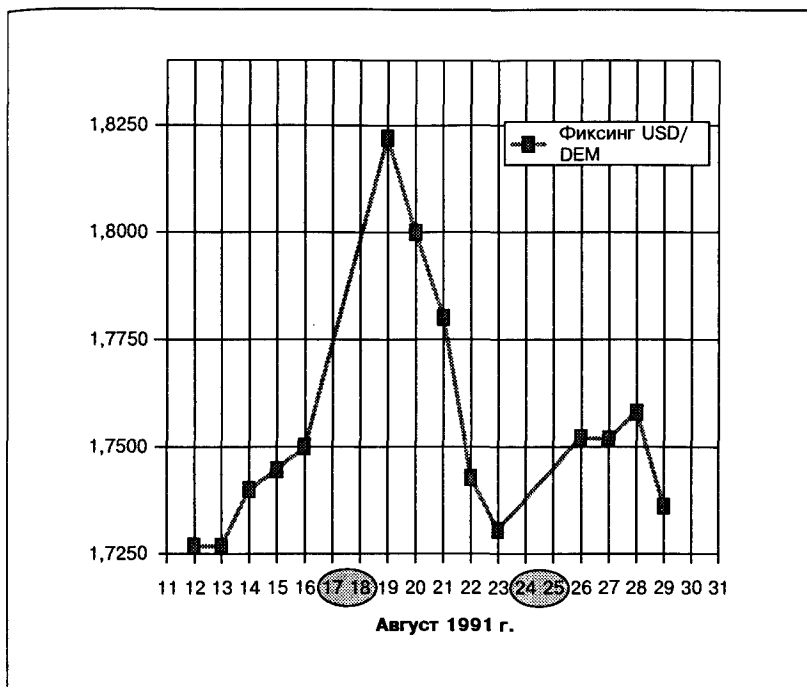


Рис. 27. Изменения курса доллара США во время августовского путча 1991 г. в СССР

Предположим, что банк А дал кредит в 20 млн. марок другому банку и сразу не закрыл позицию, а процентные ставки к закрытию сделки возросли на 0,25%.

Сделка	DEM	Процентная ставка	Срок	Процентные доходы/расходы
Вложено	20 000 000,—	5,00%	90 дней	+ 250 000,—
Рост процентной ставки		0,25%		
Получено	20 000 000,—	5,25%	90 дней	./ 262 500,— ./ 12 500,—

### 9.2.3. Риск изменения своп-ставок

Риск изменения своп-ставки возникает тогда, когда своп-позиции не согласованы по срокам или совсем не закрыты. Неблагоприятное изменение процентных ставок негативно отразится на процентной разнице и тем самым на своп-ставке. Но процентные и своп-

ставки подвергаются не только процентному риску, но и риску, связанному с фактором времени. Свop- и процентные позиции закрываются часто без согласования как по суммам, так и по срокам.

Банк заключает, например, свop-делку с клиентом на 3,5 месяца; на межбанковском рынке эта сделка может быть закрыта только со сроком три или четыре месяца. Если сделка заключается на трехмесячный срок, период между межбанковским платежом и платежом по клиентской сделке должен быть перекрыт новой короткой свop-делкой. В случае, когда до платежа по межбанковской сделке процентная ставка изменилась настолько, что заключаемый теперь короткий свop имеет более высокую ставку, чем по клиентской свop-делке для этого периода, банк несет потери.

### 9.3. Риски контрагента

Понятие *рисков контрагента*, или *партнерских рисков*, включает риски, которые возникают при невыполнении контрагентом договорных обязательств по исполнению сделки. Прежде чем остановиться на этих рисках, возникающих из-за неисполнения контракта контрагентом, необходимо упомянуть о *политических* или *страновых* рисках. При заключении сделок с банками в политически нестабильных странах возникает опасность, что государственные органы запретят денежные переводы из страны или заморозят иностранные активы, так что партнер по сделке не сможет выполнить своих обязательств.

#### 9.3.1. Риск исполнения

При любой валютной и кредитной сделке существует опасность, что партнер по сделке не исполнит своих обязательств, взятых при заключении сделки, т.е. валюта, проданная ему, может не вернуться. Если об этом станет известно в течение срока сделки, банк, ожидающий поступление денег и уже заключивший противоположную сделку, должен закрыть ожидаемую сумму по текущему курсу. От сложившейся рыночной ситуации зависит, принесет эта новая сделка прибыль или убытки.

Риск исполнения форвардной сделки всегда оценивается выше, чем риск исполнения сделки спот, поскольку опасность сильных негативных изменений курса в период форвардной сделки больше, чем в течение двух дней исполнения сделки спот. Потери возникают только тогда, когда сделка закрывается по более неблагоприятному курсу, чем курс первоначальной сделки.

Далее на примере показаны возможные действия банка, клиент которого должен объявить себя банкротом.

Предположим, что банк А продал клиенту 11 апреля с датой валютирования 13 июля 5 млн. долл. за марки по курсу 1,5670; сделка закрыта в банке Б по курсу 1,5630.

Первоначальная сделка						
Партнер	Покупка	Продажа	Курс	Дата сделки	Валютирование	Прибыль/убытки
Клиент	DEM 7 835 000,-	USD 5 000 000,-	1,5670	11 апреля	13 июля	
Банк Б	USD 5 000 000,-	DEM 7 815 000,-	1,5630	11 апреля	13 июля	+ 20 000,-

4 июня обанкротившийся клиент объявил о невозможности выполнить свои обязательства по форвардной валютной сделке. Банк А получил открытую форвардную позицию, которую он закрывает в банке В.

Для банка А при изменении обменного курса могут возникнуть следующие ситуации.

От первоначальной форвардной сделки с клиентом банк ожидал 20 000 марок прибыли. После известия о банкротстве клиента банк продает банку В 5 млн. долл. по текущему курсу, чтобы исполнить свои обязательства перед банком Б (платеж в 7 815 000 марок) 13 июля. За время, прошедшее после заключения сделки, курс понизился; банк А вынужден восстановить позицию по форвардному курсу 1,5230. Позиции в иностранной валюте, а также расчет прибылей и убытков банка А после заключения сделки выглядят следующим образом:

Форвардный курс 4 июня, валютирование 13 июля: 1,5230						
Партнер	Покупка	Продажа	Курс	Дата сделки	Валютирование	Прибыль/убытки
Банк Б	USD 5 000 000,-	DEM 7 815 000,-	1,5630	11 апреля	13 июля	
Банк В	DEM 7 615 000,-	USD 5 000 000,-	1,5230	4 июня	13 июля	./ 200 000,-

В этом случае банк несет потери в 200 тыс. марок вследствие более низкого валютного курса по сделке с банком В, хотя банкротство клиента могло принести более значительные убытки.

### 9.3.2. Риск платежа

Риск платежа также связан с неисполнением валютного контракта, но он возникает при расчетах в день платежа. Поскольку при валютных сделках на межбанковском рынке расчеты осуществляются на различных площадках, при исполнении платежа из-за разницы во времени часто не известно, произвел ли оплату партнер по сделке.

Несмотря на самое совершенное техническое оснащение и контрольные системы, нередко ожидаемый платеж может поступить уже после исполнения собственных платежных обязательств. Если, например, европейский банк продал американскому банку марки за доллары, то соответствующую сумму в марках он спишет в свое рабочее время в день платежа. Но поскольку американский банковский рынок открывается почти на шесть часов позже, долларový платеж будет произведен только в это время. И если американский банк перед исполнением своего обязательства оказался неплатежеспособным, немецкий банк в экстремальном случае может потерять всю уже оплаченную сумму в марках.

В примере и на рис. 28 разъясняются риски исполнения и платежа.

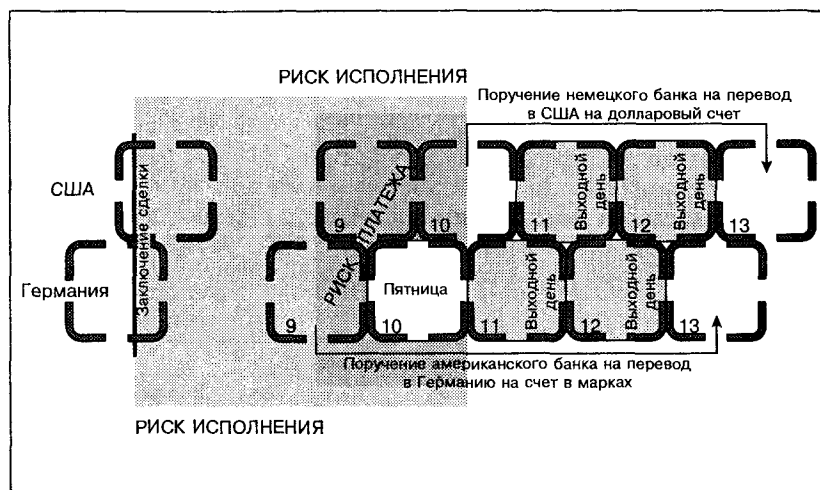


Рис. 28. Риски исполнения и платежа

Немецкий банк купил 11 апреля с валютированием 13 июля 5 млн. долл. за марки у американского банка. С момента заключения сделки до момента платежей у обоих банков возникли риски исполнения.

Предположим, что 10 июля в Германии пятница, 11 и 12 июля — выходные дни. Поэтому немецкий банк уже 9 июля переводит в соответствии с датой валютирования 13 июля платежную сумму в марках на счет партнера по сделке в своем корреспондентском банке в Германии. Американский же банк станет проводить платеж в долларах только 10 июля в свое рабочее время. Таким образом,

для немецкого банка с момента отправления его платежного поручения 9 июля до момента платежа в долларах 10 июля на полтора дня возникает риск платежа американского партнера.

### 9.3.3. Риск перечисления (трансфертный)

Потери, которые могут возникнуть при проведении платежей по валютным и процентным сделкам, обычно меньше, чем при рассмотренных рисках, но все же они могут быть значительными.

Предположим, что банк должен уплатить 5 млн. долл. своему партнеру по сделке на его счет в Ситибанке, Нью-Йорк. Если дилер допустит ошибку в наименовании контрагента или при указании суммы платежа сообщит неправильные банковские реквизиты или номер счета, ошибка будет обнаружена только через некоторое время. В течение этого времени не будет поступления на долларовый счет принимающего платеж банка, и возникающие при этом процентные расходы должен будет нести адресующий банк.



## ОБЗОР: Риски в валютной торговле

<b>Рыночные риски</b>	<p>Под рыночными рисками понимают прежде всего <i>ценовые риски</i> открытой позиции. Они возникают при неблагоприятном изменении процентных ставок и/или валютных курсов.</p> <ul style="list-style-type: none"><li><input type="checkbox"/> При <i>короткой позиции</i> (short) превышение обязательств в иностранной валюте приводит к потерям при росте курса.</li><li><input type="checkbox"/> При <i>длинной позиции</i> (long) превышение требований в иностранной валюте над обязательствами приводит к потерям при падении курса.</li></ul>
<b>Процентный риск</b>	Риск потерь вследствие изменения процентных ставок
<b>Риск изменения своп-ставки</b>	<p>Риск потерь вследствие негативного изменения процентной разницы и в связи с этим своп-ставки.</p> <p>Опасность возникает также при несогласованности сроков (отклонении в сроках платежа).</p>
<b>Риск контрагента</b>	<p>Потери из-за невыполнения контракта партнером. Убытки возникают только при закрытии позиции по неблагоприятному курсу. Эти риски различаются в зависимости от причин невыполнения контракта:</p> <ul style="list-style-type: none"><li><input type="checkbox"/> <i>Риск неплатежеспособности</i>: неплатежеспособность партнера, например банкротство.</li><li><input type="checkbox"/> <i>Страновой риск</i>, а также трансфертный и конвертационный риски: возникают вследствие административных мероприятий органов валютного контроля (замораживание активов, запрет или ограничения на перевод или обмен валюты), при которых платежи не поступают. Это политический риск.</li><li><input type="checkbox"/> <i>Трансфертный риск</i>: ошибки при отправлении платежа ведут к открытой позиции, по которой возникают убытки — расходы по отвлечению средств.</li></ul>
<b>Риск платежа</b>	<p>Временные различия ведут к тому, что при формально одинаковом сроке платежей один из партнеров платит раньше; риск неплатежа особенно велик, когда нельзя установить встречное неисполнение партнера.</p>

## 10. Управление рисками

В предыдущих главах были рассмотрены основные виды валютных сделок и связанные с ними риски. В данной главе речь пойдет о возможностях контроля над этими рисками.

Скандалный крах банковского дома “И.Д.Херштатт” в Кельне в январе 1974 г. наглядно продемонстрировал, насколько велики могут быть потери в валютном дилинге. В последующие годы сообщения об убытках банков и предприятий в валютном дилинге все чаще появлялись в прессе и других средствах массовой информации. Все это требует усиления внутренних систем контроля в валютных подразделениях банков и предприятий, призванных уменьшать возникающие риски. В свою очередь, Ведомство федерального надзора за кредитными институтами (ВАК) ужесточает общие условия валютных сделок.

### 10.1. Внешние ограничения

До 1975 г. в большинстве банков валютный дилинг и обслуживание сделок осуществлялись под единым руководством. Ведомство федерального надзора за кредитным делом в письме “Минимальные требования для внутрибанковского контроля за валютными сделками” предложило отделить валютный дилинг от обслуживания сделок.

Основным условием и предпосылкой контроля стало содержащееся в письме требование о функциональном разделении ответственности и процесса работы между валютным дилингом и связанными с ним службами. Каждый банк обязан обеспечить разделение между дилингом, обслуживанием сделок, контролем и бухгалтерским учетом.

Другие требования касаются заключения и обработки валютных сделок. Так, после заключения каждой сделки дилеру необходимо заполнить специальную карточку с порядковым номером, сразу отметить в ней возникшую валютную позицию и передать ее в отдел обслуживания для дальнейшей обработки. Ответность по открытым позициям ежедневно представляется руководителям, ответственным за валютный дилинг.

Документы, приходящие от партнеров по сделкам, и рекламации также рассматриваются вне дилинговых подразделений.

Срочные контракты с торговыми партнерами, а также риски, связанные с этими контрактами, должны постоянно отслеживаться

отдельными подразделениями. Во многих банках эти функции закреплены за кредитными управлениями.

Внутренняя ревизионная служба, по крайней мере, один раз в год высылает торговым партнерам списки заключенных с ними и еще не закрытых валютных сделок. Подтверждения этих списков также проверяются ревизорами.

Валютный дилинг и связанные с ним подразделения должны время от времени проверяться внутрибанковскими ревизорами. Контролировать соблюдение внешних и внутрибанковских предписаний могут как руководители подразделений валютного дилинга, так и другие независимые инстанции внутри банка.

Перечень требований к валютному дилингу и необходимость его расширения в условиях значительного роста торговой деятельности и применения новых видов денежных и валютных сделок постоянно обсуждаются банками. В скором будущем, вероятно, возрастут официальные требования к автоматизированным системам осуществления и обслуживания сделок, а также к уровню контроля над ними.

## 10.2. Законодательные предписания

В ФРГ максимальная величина рискованных позиций банков регулируется законом о кредитном деле. "Основные положения о собственном капитале и ликвидности кредитных институтов" устанавливают рискованные позиции банка в торговом дилинге (Положение 1а).

Положение 1а ограничивает не только позиции, содержащие валютные риски, но и другие позиции кредитных институтов, связанные с ценовыми рисками, как, например, процентные риски, риски опционных сделок, торговли драгоценными металлами и др. Ценовые риски, установленные и измеряемые согласно Положению, ежедневно при заключении сделок не должны превышать 42% гарантированного собственного капитала кредитного института.

Коммерческие банки в конце каждого месяца обязаны сообщать своему Центральному земельному банку состояние рискованных позиций. Источники курсов, по которым должен производиться перерасчет в немецкие марки, также определяются в Положении. Так, например, перерасчет валют, которые котируются на Франкфуртской валютной бирже, производится по официальным средним курсам; перерасчет курсов других валют должен базироваться на курсах, которые могут быть определены. Расчет позиции в золоте имеет в основе котировки на Франкфуртской золотой бирже слитков весом в 12,5 кг (1 кг = 32 унциям); для серебра и платины в расчет принимаются котировки на Лондонской бирже металлов.

## 10.3. Внутренние ограничения

Для ограничения рыночных рисков и рисков контрагента банки вводят внутренние системы лимитов. Соблюдение этих лимитов находится под постоянным контролем. Наряду с лимитами, которые предписывает Положение 1а, многие банки устанавливают своим валютным подразделениям более узкие, так называемые позиционные, лимиты. Эти лимиты могут определять, с одной стороны, высшую границу рисков, возникающих в течение дня (дневные лимиты), с другой стороны, высшую границу для позиции в иностранной валюте, которая может сформироваться через день (ночные (*overnight*) лимиты). Как правило, внутренние лимиты устанавливаются казначейством по согласованию с руководством банка.

Определение и контроль лимитов для рисков контрагента, т.е. суммы всех сделок, заключенных с одним партнером, возлагаются в основном на кредитные подразделения банка.

Поскольку каждый банк сам устанавливает внутренние ограничения, в принципе можно говорить только о возможных величинах этих лимитов.

### 10.3.1. Дневные лимиты

Под дневными лимитами понимается ограничение открытых процентных позиций и позиций в иностранной валюте, которые дилинговое подразделение банка может иметь в течение рабочего дня.

Величина ограничения отдельных позиций в иностранной валюте зависит от общей предельной суммы, которая устанавливается в национальной валюте для всех дилинговых операций банка. Эта сумма распределяется по различным иностранным валютам в зависимости от потребности банка. Решение, в какой валюте иметь открытую позицию, принимает руководство дилингового подразделения.

Банк, ведущий активную торговлю с большим количеством валют, устанавливает не общий лимит, а особый лимит для каждой валютной позиции. Величина такого лимита зависит как от опыта отдельного дилера, ответственного за данную валюту, так и от ликвидности рынка.

В целом курсовые риски, возникающие по валютам, которые относятся к одной валютной системе и у которых величина колебаний обменного курса лимитирована, на порядок ниже, чем по валютам со свободно плавающими курсами. К ним относятся, например, доллар США, фунт стерлингов, австралийский доллар.

### 10.3.2. Ночные лимиты

Немецкие банки не имеют законодательных ограничений на величину дневной позиции, но Положение 1а устанавливает верхний предел для позиций, которые сохраняются более чем один день. Несмотря на этот предел, многие банки устанавливают дилинговым подразделениям еще и особый, более узкий, *ночной (overnight) лимит*.

Здесь также существует возможность определить общую максимальную сумму в национальной валюте, которой ограничиваются все открытые позиции в иностранных валютах. Однако в больших дилинговых подразделениях банков возникает та же проблема, что и при определении дневных лимитов: распределение общей суммы по отдельным валютам. Поэтому и ночной лимит часто задается для каждой валюты отдельно, а общий лимит подсчитывается путем сложения.

Позиции, которые не закрываются в течение дня, а остаются открытыми на более долгий срок, вне местного рабочего времени для торговли подвергаются большим рискам изменения обменного курса и процентов, чем в пределах собственного рабочего времени. Как правило, в это время реакция на неблагоприятное изменение курсов значительно более быстрая, чем при таких же изменениях на трансатлантических рынках. Поэтому верхняя граница внутренних ночных лимитов намного ниже, чем у дневных лимитов.

## 10.4. Лимиты для контрагентов

Лимит для контрагентов представляет собой общую сумму, на которую в течение определенного срока могут заключаться валютные сделки с партнером.

Распределение странового лимита является предпосылкой для распределения лимита для контрагентов. В целом сумма контрагентного лимита какой-либо страны соответствует сумме странового лимита. Но если страна считается политически или экономически нестабильной, а платежеспособность отдельных контрагентов хорошая, сумма контрагентного лимита может превысить сумму странового. На практике банк должен отказаться от заключения сделки с партнером, если он еще имеет лимит, но страновой лимит уже использован.

### 10.4.1. Лимиты для банков и предприятий

Лимиты для контрагентов рассматриваются обычно в качестве составной части общих кредитных лимитов и отслеживаются кредитными подразделениями. В то же время если валютные сделки включаются в

общий лимит только по определенной процентной ставке, то денежные ссуды партнеру по сделке отражаются в этом лимите в полной сумме.

Во многих банках применяется разделение валютного лимита для контрагентов по форвардным и спот-сделкам. Поскольку риски исполнения и платежа оцениваются при форвардных сделках выше, чем при спот-сделках, лимиты на спот-операции нередко превышают лимиты на форвардные сделки. Для операций, срок которых превышает 12 месяцев, в большинстве случаев устанавливаются особые лимиты.

Для концернов, центральные отделения и филиалы которых активно торгуют на различных площадках и имеют совместных партнеров, лимиты определяются более комплексно, чем для банков, торгующих на одной площадке. При этом используются разные варианты.

Во-первых, устанавливается общий лимит и для центра, и для филиалов по каждому торговому партнеру концерна. Совместное использование единого лимита предполагает, что после каждого заключения сделки данные о ней вводятся в компьютерную сеть и через нее передаются во все торговые отделы.

Во-вторых, для каждого торгового отдела устанавливается самостоятельный лимит по его контрагентам. Определение и управление лимитами осуществляет центральное отделение.

#### 10.4.2. Лимиты для частных клиентов

В Германии существует особое регулирование форвардных сделок, заключаемых банками с частными клиентами. Так, закон о бирже предусматривает, чтобы кредитные институты перед заключением форвардных сделок с частными клиентами обязательно информировали их в письменном виде о рисках и последствиях потерь при *биржевых форвардных сделках*. В свою очередь, клиент также письменно должен подтвердить получение этой информации.

К биржевым форвардным сделкам относятся также все контракты, содержащие валютные риски, например опционные сделки, форвардные валютные сделки и т.п. Обычно перед заключением таких сделок банки требуют от частных клиентов предоставить обеспечение залога, которое могло бы возместить потери в случае их возникновения. В информационном письме клиент предупреждается о том, что при значительных потерях возможно изъятие его имущества.

#### 10.4.3. Некоторые предостережения

После того как рассмотрены внешние и внутренние ограничения рисков, назовем возможности, которые имеет валютный дилер, наблюдая за поведением участников рынка, при принятии решения о заключении сделки.

В январе 1991 г. Международной ассоциацией участников валютного рынка в рамках Кодекса поведения (Code of conduct, см. главу 12) были даны некоторые предостережения и советы по поводу проблемных ситуаций, возникающих в торговле. Основные из этих ситуаций следующие:

1. Неожиданное расширение объемов торговли по отношению к величине банка, но это не всегда касается крупных банков.
2. Необычное увеличение оборотов на клиринговых счетах в банках-корреспондентах.
3. Изменения в *нормальном* торговом поведении. По открытым позициям, которые закрываются в более поздний срок, должны ежедневно или на короткое время заключаться свопы. Это приведет к усилению присутствия на рынке и к повышению оборота на клиринговых счетах банка.
4. Сделки, особенно форвардные, не подтверждаются.
5. Партнер по сделке дает недостаточную информацию на запрос о проверке невыполненного контракта.
6. Чтобы помешать сделкам с другими банками, дилеры часто указывают большую разницу между курсами покупки и продажи. Если же контрагент готов торговать по этой цене, особенно при своп-сделках, возможно, он испытывает трудности при заключении сделок с другими участниками рынка.

- Внешние ограничения
- Письмо Ведомства федерального надзора за кредитным делом к Объединению кредитных институтов от 24 февраля 1975 г. (14—32) содержит: минимальные требования к внутрибанковскому контролю за валютными сделками: для избежания особых рисков требуется четкое разделение между заключением валютных сделок, их обслуживанием, бухгалтерским учетом и контролем. Не реже чем один раз в день руководителям, ответственным за заключение сделок, предоставляется информация об открытых позициях.
  - Положение 1а о собственном капитале и ликвидности кредитных институтов предусматривает:  
позиции, содержащие ценовые риски, в своей совокупности ежедневно не должны превышать 42% гарантированного собственного капитала, в том числе:  
валютные позиции, включая благородные металлы, — 21%;  
процентные позиции — 14%;  
прочие позиции, содержащие ценовые риски, — 7%.
- 

Эти минимальные требования к кредитным институтам дополняются строгими *внутренними лимитными и контрольными системами*.

---

#### Лимиты позиций

- Дневной лимит* (daylight, intraday): максимальная сумма валюты, которая может поступить в течение одного дня (от дилеров, групп дилеров и т.п.).
  - Ночной лимит* (overnight): ограничение позиций, которые сформируются через день.
  - Лимит убытков* (stop-loss): максимальная сумма убытка, которую могут принести открытые позиции; при ее достижении позиции сразу закрываются, чтобы избежать дальнейших потерь.
  - Value-at-risk-лимит*: максимальная сумма, которая при использовании ценовой модели может быть потеряна на следующий день.
-



---

## Лимиты контрагента

- Лимит контрагента* включает сумму всех сделок, заключенных с одним партнером.
  - Страновой лимит* представляет собой верхнюю границу суммы сделок всех контрагентов в данной стране.
  - Лимит контрагента часто разделяют по видам сделок:  
валютные сделки — денежные ссуды;  
сделки спот — форвардные сделки.
  - Установление лимитов в банковских *концернах*, дилинговые подразделения которых работают на многих площадках и заключают разнообразные сделки с банком, имеет различные варианты.
  - Для *частных клиентов* перед заключением валютных сделок требуется подтверждение их понимания особых рисков, возникающих при *форвардных биржевых сделках*.
  - Указания к распознаванию рисков и поведения дилеров дает Кодекс поведения (Code of Conduct) Международной ассоциации участников валютного рынка (см. гл. 12).
-

# 11. Организация

Валютными операциями в банках занимается, как правило, организационная структура, называемая *казначейством* (treasury). Подразделения казначейства несут ответственность прежде всего за управление активами и пассивами и за ликвидность. В универсальном банке эти подразделения не только работают с клиентами; они занимаются также торговлей за собственный счет и несут собственные риски. Различные подразделения казначейства тесно сотрудничают друг с другом, поскольку сделки, заключаемые в каком-то одном подразделении, непосредственно связаны с работой других подразделений. Операции с акциями и облигациями в иностранной валюте влияют, например, на валютную позицию банка; конвертация депозитов в немецких марках в другую валюту сказывается на денежной и валютной торговле.

## 11.1. Казначейство

Основной задачей казначейства является обслуживание клиентских сделок. Профессиональные консультации для клиентов и заключение сделок проводятся в соответствующих клиентских отделах различных дилинговых подразделений. В отделениях концернов внутри страны и за границей функционируют, как правило, *специальные отделы обслуживания*. Нередко в крупных концернах торговля и обслуживание клиентов осуществляются не только в центральных отделениях, но и в больших филиалах или в региональных центрах.

При современной технологии валютной торговли контроль рисков, возникающих при торговой деятельности, разработка и внедрение новых продуктов, а также постоянный обмен информацией возможны вне зависимости от местоположения дилинговых подразделений.

Многосторонние задачи казначейства могут решаться только при подчинении ему отделов, которые непосредственно не занимаются дилингом, но интегрированы в дилинговые операции или постоянно связаны с ними.

Управление казначейством требует четкой организации. Его структура зависит от величины банка, количества предлагаемых продуктов и объема рыночных сделок. В крупных банках внутри казначейства необходимо, как правило, разделение функций специализированных отделов, тогда как в средних и малых банках функции ряда отделов совмещаются.

На рис. 29 представлена организация казначейства крупного банка.

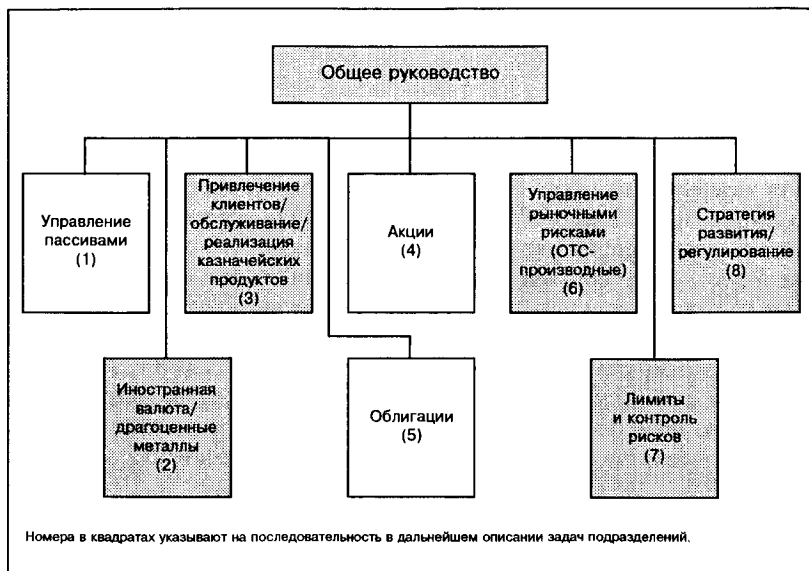


Рис. 29. Производственные подразделения казначейства крупного банка

Краткое описание задач отдельных подразделений дано в соответствии с организационной схемой, приведенной на рис. 29. Подразделения, выполняющие задачи, указанные на графике, оказывают прямое влияние на валютный дилинг (3 и 6) или поддерживают его как отделы штаба (7 и 8).

### 1. *Управление пассивами*

Общее регулирование ликвидности для всего концерна; управление минимальными резервами; надзор за соблюдением требований закона о кредитном деле в рамках всего концерна, регулирование пассивов концерна в целом; привлечение долгосрочных средств путем собственной эмиссии в рамках финансирования концерна, содействие при размещении собственной эмиссии; регулирование структуры ликвидных вложений, т.е. инструментов рефинансирования в концерне; регулирование фонда ценных бумаг для обеспечения ликвидности вложений; обслуживание филиалов и дочерних банков, торговля евроденьгами, а также посредничество при вложениях за границу; торговля коммерческими бумагами в немецких марках.

### 2. *Иностранная валюта/драгоценные металлы*

Валютный дилинг (на споте, форвардная, опционы), драгоценными металлами и нумизматикой; курсовой надзор за дополнительным капиталом; своп-сделки с иностранной валютой для регулирования ликвидности.

### 3. *Привлечение клиентов, обслуживание, реализация казначейских продуктов*

Привлечение и обслуживание национальных и иностранных фирм, центральных банков; обслуживание и поддержка, а также регулирование казначейских сделок с клиентами в филиалах и дочерних банках; привлечение и обслуживание банков и других финансовых институтов; проведение маркетинговых мероприятий и связи с общественностью для реализации казначейских продуктов.

### 4. *Акции*

Торговля акциями за собственный счет и участие в различных фондах; сотрудничество при увеличении собственного капитала и новой эмиссии, а также в эмиссиях, проводимых концерном; адресная торговля, ссуда ценных бумаг, самостоятельная торговля и участие в котировках на ДТВ (Немецкой срочной бирже); торговля за собственный счет фьючерсными и опционными контрактами на иностранных срочных биржах, торговля за собственный счет ОТС-опционами; стратегия, рекомендации и поддержка по вопросам срочной торговли; привлечение и обслуживание клиентов — нечленов расчетной палаты; управление развитием зарубежной торговли в концерне.

### 5. *Облигации*

Торговля за собственный счет процентными бумагами национальных и зарубежных эмитентов (первичная, вторичная); сотрудничество при новых эмиссиях; котировки эмиссий, проводимых концерном; торговля за собственный счет и участие в котировках на ДТВ; торговля за собственный счет на иностранных срочных биржах фьючерсными и опционными контрактами; торговля за собственный счет ОТС-опционами на европейские государственные облигации; ссуды ценных бумаг и операции репо; торговля с филиалами внутри страны (сделки фирм-клиентов), управление развитием зарубежной торговли в концерне.

### 6. *Управление рыночными рисками (ОТС-производные)*

Торговля, управление позицией, котировка и распродажа производных инструментов внебиржевой торговли (ОТС); разработка и применение арбитражных стратегий; консультации по управлению активами и пассивами в качестве сервисного управления рыночными рисками для профессиональных участников рынка; контрагент для банковских групп; выработка различных решений для контрагентов; поддержка при развитии, покупке и использовании программного обеспечения для управления рыночными рисками.

### 7. *Лимиты и контроль рисков*

Надзор за деятельностью торговых подразделений и филиалов, совместных и дочерних обществ с позиций безопасности и эко-

номической эффективности; текущий и внеплановый контроль; мероприятия по регулированию; разработка всех крупных кредитных лимитов; сотрудничество при создании и развитии систем организации торговли.

#### 8. *Стратегия развития и регулирование*

Разработка и развитие стратегии операций за собственный счет и клиентских сделок в тесном сотрудничестве с другими инвестиционными подразделениями банка; планирование, регулирование и контроль результатов всех основных направлений деятельности концерна; договорная документация по соглашениям о производных и конструируемых продуктах; вопросы профессионального управления.

## 11.2. Валютный дилинг

Структура подразделений по операциям с иностранной валютой подобно всей сфере казначейства зависит от объемов торговли и количества предлагаемых продуктов. В принципе валютные операции всегда разделяются на две основные сферы: клиентские операции и операции за собственный счет.

Клиентские операции — это обслуживание фирм — клиентов банка. Обслуживание включает не только заключение сделок с иностранной валютой, но и предоставление клиентам постоянной информации об изменениях рынка, политических и экономических событиях, оказывающих влияние на обменные курсы и процентные ставки, а также профессиональные консультации о различных возможностях страхования валютных рисков.

Подразделения, обслуживающие клиентов, обычно организуются по группам клиентов. Например, создаются подразделения для обслуживания мелких и средних клиентов и для обслуживания крупных клиентов. В банках, имеющих постоянные деловые связи с иностранными предприятиями, клиентские операции часто подразделяются на обслуживание отечественных и иностранных клиентов.

Наряду с торговлей непосредственно с предприятиями важное значение для банка имеет обслуживание валютных сделок его филиалов. Поскольку клиенты филиалов рассчитывают получить у своих консультантов такую же информацию, как и у специалистов центральных подразделений, банк должен обеспечивать постоянные связи и информационный обмен между центральными подразделениями банка и его филиалами.

Вторая сфера валютного дилинга в банке — операции за собственный счет. Здесь выравниваются позиции по сделкам, заключенным для клиентов, а также ведется собственная позиция в иностранной валюте и устанавливаются курсы для других участников

рынка. Управление позицией и ответственность за возникающие при этом прибыль и убытки являются главными задачами операций за собственный счет.

Установление контактов с отечественными и зарубежными контрагентами, а также рыночная котировка курсов составляют важнейшие предпосылки эффективности межбанковской торговли. Еще одна задача операций за собственный счет — приобрести хорошую репутацию на межбанковском рынке посредством профессионального ведения сделок. Постоянные контакты с валютными дилерами других банков, а также регулярные встречи с партнерами по сделкам, участие в официальных мероприятиях, например Форекс-клуба (см. гл. 12), способствуют успешному сотрудничеству с другими участниками рынка.

Организация валютного дилинга в каждом банке различная. На рис. 30 представлена возможная структура управления валютным дилингом.

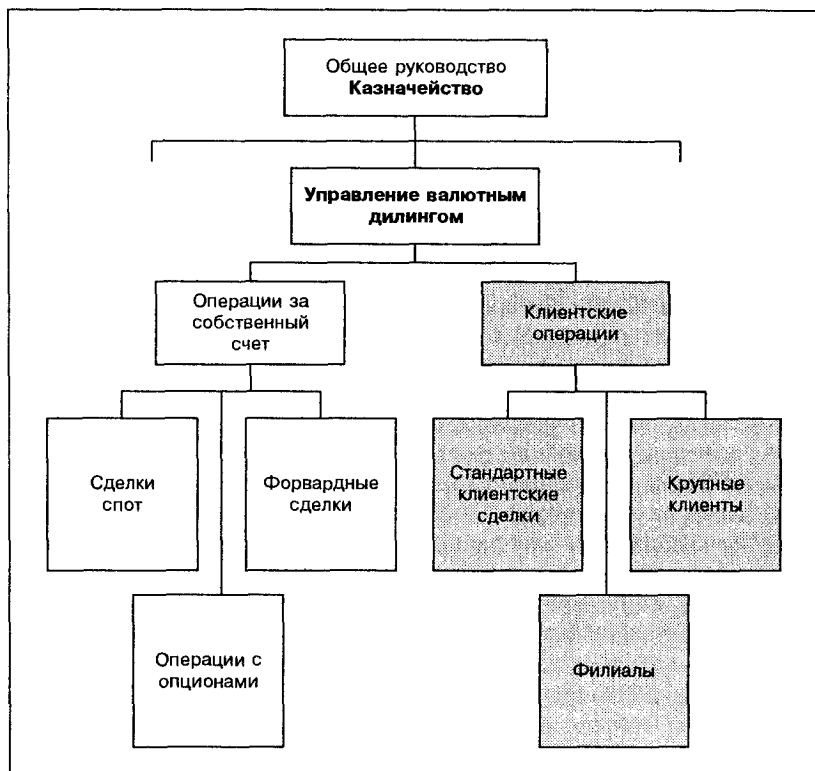


Рис. 30. Организация валютного дилинга

В представленной на рис. 30 организационной схеме операции за счет клиентов и за собственный счет осуществляются разными подразделениями. Подразделения внутри клиентского сектора специализируются на клиентских фирмах определенной величины, филиалы банка обслуживаются специальным отделом.

Специализация внутри сектора операций за собственный счет основана на видах продукта. Во многих дилинговых подразделениях выделяются и специальные группы по видам валют. Если банк активно занимается торговлей опционами, формируется соответствующая группа специалистов.

Общее руководство операциями за собственный счет и клиентскими операциями осуществляет директор. Его ответственность выходит за рамки чисто дилинговой деятельности. Он отвечает также за ведение валютной позиции всего банка, соблюдение внутренних и внешних лимитов, кадровую политику, информирование руководителей банка о дилинговой деятельности. Он же несет всю полноту ответственности за исчисление прибыли и убытков по операциям управления.

### 11.3. Техника

Быстрое исполнение сделок дилинговыми подразделениями невозможно без использования современной компьютерной и коммуникационной техники. До начала 80-х годов важнейшим средством для заключения сделок и контактов с другими участниками рынка был телефон. С одной стороны, телефон способствует установлению очень важных личных контактов, но, с другой стороны, служит источником ошибок и недоразумений. Поэтому банки стремятся к тому, чтобы оснастить дилинговые подразделения самыми совершенными телефонными установками. Большинство торговых помещений оборудовано удобной для работы современной дилинговой техникой. Телефонная связь устанавливается посредством контактной кнопки, разговор передается через громкоговоритель или записывается на специальное прослушивающее устройство, с брокерскими конторами и банками налажены непрерывные линии связи.

Отношения с внешним миром устанавливаются посредством присоединения к одному или нескольким информационным агентствам. По своим информационным каналам они постоянно посылают на экран дилера сообщения о последних спот-курсах, своп- и процентных ставках, котировках ценных бумаг, новостях экономики и политики. Поставщиками информации выступают банки и брокерские фирмы, которые совместно с другими участниками рынка или самостоятельно передают по специальным каналам курсы и процентные ставки. Информационные агентства получают эту

информацию и за определенную плату предоставляют ее далее пользователям по всему миру.

Дилер может получать информацию не только на своем рабочем месте. Информационные агентства продают мобильные приборы, по которым дилеру сообщается динамика важнейших курсов в любом месте, где бы он ни находился — дома или в ресторане.

Представители информационных агентств предлагают для аналитических целей свои банки данных, а также необходимое для них программное обеспечение. Прогнозы динамики курсов и процентных ставок, полученные в форме графиков (*charts*) на базе данных прошлых лет, безусловно, имеют важное значение для дилера.

К началу 80-х годов в дилинговых подразделениях банков появились первые *дилинговые системы*, которые в настоящее время обслуживают большую часть межбанковских сделок. Дилинговые системы создавались большими информационными агентствами и предназначались для специального обслуживания подключенных к ним банков. Эти компьютерные системы обеспечивают своим членам независимо от их местонахождения быстрое соединение с другими участниками рынка. Дилер имеет возможность одновременно связываться с несколькими (от двух до четырех) партнерами; при этом каждый диалог сразу же полностью распечатывается специальными устройствами.

Кодирование при заключении сделок позволяет непосредственно оформлять их в качестве *дилерских тикетов*, служащих основанием для дальнейшей обработки этих сделок в компьютерной системе банка. Если внешняя дилинговая система и внутреннее расчетное подразделение соединены между собой, то данные о проведенной операции могут быть переданы без дополнительной обработки.

Внутренняя система заключения и исполнения валютных сделок образует сердце дилинговой электронной системы. Особые требования к этой системе предполагают, как правило, использование специально разработанного для дилинга программного обеспечения. Оно или приобретается на рынке и приспособляется к специфике банка, или создается специально вместе с фирмами, работающими в области программирования. Внутренняя система соединяется с внешними источниками информации и расчетным центром банка.

Главными задачами дилинговой системы являются учет заключенных сделок, ведение позиции, информация о потоках платежей в иностранной валюте (*cash-flows*) и контроль лимитов. Поскольку торговля предполагает обработку сделок в режиме реального времени (*on line, real time*) и для нее необходимы различные оценки результатов сделок и полученных доходов, к дилинговой системе подключаются также подразделения, занятые обеспечением сделок (см. 11.4.3.1).

Если раньше тикеты сделок заполнялись вручную и систематически оформлялись и учитывались в отделах обеспечения сделок,



то использование дилинговой системы предполагает, что дилер сам вводит сделку в компьютер. Во многих подразделениях валютной торговли все сделки сразу же после заключения вводятся дилером. В качестве тикета сделки выступает само контрольное сообщение. Таким образом, ликвидируются одно из рабочих звеньев и одновременно источник возможных ошибок.

Ввод данных происходит мгновенно и не препятствует дилингу, что обеспечивают *дилинговые модули*, посредством которых на экран или на цифровое табло всегда можно вызвать заложенные в систему данные. Контрольные программы предохраняют дилера от ошибочного ввода.

Всесторонняя автоматизация в дилинге приводит к тому, что:

- уменьшается значение личного контакта между контрагентами в межбанковской торговле;
- становится необходимым непрерывное обслуживание дилера техническим персоналом, обслуживающим ЭВМ;
- подразделения по обеспечению сделок сокращают свою численность;
- резко возрастают финансовые расходы на оборудование действующих рабочих площадок в дилинговых помещениях;
- текущие расходы на получение информации от внешних информационных агентств, на содержание дилинговых систем и связанных с ними служб значительно увеличиваются.

## 11.4. Подразделения по обслуживанию сделок

### 11.4.1. Основные задачи

В подразделениях по обслуживанию сделок (*back-office*), которые для эффективности контроля организационно отделены от дилинговой службы, заключенные сделки подлежат дальнейшей обработке. К задачам этих подразделений наряду с технической обработкой относятся также контроль за устойчивостью положения партнеров по сделкам, надзор за сроками исполнения сделок, выдача разрешений на денежные перечисления и отмена этих перечислений, а также контроль за соблюдением контрагентских и позиционных лимитов. Во многих банках здесь готовятся отчеты руководству об использовании позиционных и контрагентских лимитов. В подразделениях отслеживают и обобщают данные, которые необходимы для работы по заключению и исполнению сделок.

В некоторых банках рабочий процесс в этих подразделениях почти полностью автоматизирован, в других — только отдельные операции. Чтобы наглядно продемонстрировать работу подразде-

лений по обслуживанию сделок, остановимся на некоторых основных видах их деятельности.

## 11.4.2. Обработка заключенных сделок

В последующих разделах рассмотрим обработку некоторых валютных сделок. Проведение платежных поручений и передача информации посредством системы SWIFT, имеющие важное значение в работе обслуживающих подразделений, показаны в разделе 11.4.5.

### 11.4.2.1. Первичная обработка

При заключении валютных сделок в тикете сделки указываются имя контрагента, сумма покупки или продажи, дата заключения сделки и дата валютирования, адрес платежа, время заключения сделки, а также ее вид и способ заключения (телефон, дилинговая система, телекс и т.п.). Валюта и суммы проставляются в соответствующих дилинговых подразделениях и могут быть специально помечены. Тикет содержит и другие необходимые данные по заключенной сделке. Естественно, каждый тикет подписывается дилером и содержит имя или пароль позиционного дилера.

Далее на примере трех валютных сделок будет показана их внутрибанковская обработка от заключения до обслуживания, включая заполнение необходимых технических данных. Заключение сделок и их обработка представлены с позиций банка А во Франкфурте-на-Майне.

**Пример 1. Спот-продажа USD/DEM.** 26 октября 1994 г. банк А продал банку Б в Дюссельдорфе 5 млн. долл. с валютированием 28 октября по курсу спот 1,6553. Платежи в долларах банку Б пойдут на Ситибанк, Нью-Йорк; банк А принимает марки в Центральном земельном банке, Франкфурт-на-Майне. Тикет этой операции представлен на рис. 31.

Данные продавца подготовлены для компьютерной обработки в подразделении обслуживания. Цифры в рамках означают следующее:

- 1 — базисный номер контрагента;
- 2 — внутреннее обозначение марок;
- 3 — внутреннее обозначение долларов;
- 4 — номер корреспондентского счета банка-контрагента;
- 5 — номер долларового счета банка, дающего поручение для своего корреспондентского банка, включая особое обозначение счета;
- 6 — номер корреспондентского счета банка А в Центральном земельном банке.

~~X~~ KASSE/TERMIN

Schlub-Nr.

*Bank B. Dusseldorf*

\* \* \* \* \*  
 10.12  
 26-10-94  
 \* \* \* \* \*

unser KAUF  I

USD/DEM <del>X</del>	5 Mio.	10 Mio.	20 Mio.	30 Mio.
GBP/JPY	<i>8.276.500.-</i>			
WZ	<input type="checkbox"/> 2			

Kurs *1.6553*

unser VERKAUF

USD/DEM <del>X</del>	5 Mio.	10 Mio.	20 Mio.	30 Mio.
GBP/JPY	<i>5.000.000.-</i>			
WZ	<input type="checkbox"/> 3			

Anschaffung Kauf

N.NY	Kto.	<del>X</del> LZB										
<i>Frankfurt / M.</i>												
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td></tr> </table>												
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 10%; height: 15px;"></td> <td style="width: 10%; height: 15px;"></td> <td style="width: 10%; height: 15px;"></td> <td style="width: 10%; height: 15px;"></td> <td style="width: 10%; height: 15px;"></td> <td style="width: 10%; height: 15px;"></td> <td style="width: 10%; height: 15px;"></td> <td style="width: 10%; height: 15px;"></td> <td style="width: 10%; height: 15px;"></td> <td style="width: 10%; height: 15px;"></td> </tr> </table>												

Valuta *28-10-94*

Original-Kurs Kasse *1.6553*

Anschaffung Kauf

<del>X</del>	dito	LON	dito	ZCH	ditto	STG	Zahlung	Kto									
<i>Citibank New York</i>																	
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td><td style="width: 10%; height: 15px;"></td></tr> </table>																	

4

Usance-DM-Kurs KZ. K. J. Usance-DM-Kurs Kasse

Usance-DM-Gegenwert Bew. Opt./Val. Nicht bewerten Marge aus K.-Gesch.

Usance-DM-Gegenwert Valuta 2. Fall Option

KZ. Positional Handel

(Erganzender Hinweis) Abrechn. Eingabe

genehmigt Bankempfehlung

Frankfurt dem *26-10-94* Uhrzeit *10.05*

Tel./Telex/SWF1/FAK/advisit/Name *tel*

1	2	3	4	5	6	7										
8	9	10	11	12	13	14						77	81	91		
15	16	17	18	19	20	55						82	83	92		
												84	99	98		

Blatt-Nr *0109513* *M. Huster*  
 Handler

Рис. 31. Дилерский тикет — заключение сделки спот

Пример 2. Форвардная сделка с клиентом. Банк А 13 декабря 1994 г. заключает соглашение со своим клиентом — фирмой Nerous Im-Ex GmbH в Гамбурге о переводе 10 млн. долл. в марки. Форвардный межбанковский курс составляет 1,5110; по соглашению маржа банка А — 0,0013. Сделка заключена по форвардному курсу 1,5097, валютирование 15 марта 1995 г. (рис. 32). В день платежа клиент должен перечислить на свой счет в банке А эквивалент в марках. В основу сделки положены следующие курсы:

	Межбанковские курсы	Клиентские курсы
Курс спот USD/DEM	1,5000—1,5005	1,4990—1,5010
Премия за 90 дней	0,0110—0,0115	0,0107—0,0117
Форвардный курс	1,5110—1,5120	1,5097—1,5127

**Пример 3. Межбанковский депозит.** В примере рассматривается депозит на внутреннем денежном рынке Германии. Чтобы упростить и сделать более понятными бухгалтерские проводки, избран депозит в марках. Если депозит сделан в иностранной валюте, используемые счета удваиваются.

Банк А 13 декабря 1994 г. с валютированием 15 декабря 1994 г. выдает на три месяца ссуду — 20 млн. марок банку Б в Мюнхене по ставке 5%. Банки договариваются о платежах в марках через центральные земельные банки. Расчет процентов осуществляется в соответствии с конвенцией по кредитам на евторынке, которая несколько лет назад стала применяться и на межбанковском рынке внутри страны. Проценты выплачиваются в день наступления платежа — 15 марта 1995 г.


KASSE/TERMIN ✓				Schlub-Nr.																															
<i>Nervous Im-Ex GmbH. 777</i>																																			
unser KAUF		Kurs		unser VERKAUF																															
<input checked="" type="checkbox"/> USD <input type="checkbox"/> DEM <input type="checkbox"/> GBP <input type="checkbox"/> JPY WKZ	5 Mio. 10 Mio. <input checked="" type="checkbox"/> 20 Mio. 30 Mio.	1.5097		<input checked="" type="checkbox"/> USD <input type="checkbox"/> DEM <input type="checkbox"/> GBP <input type="checkbox"/> JPY WKZ	5 Mio. 10 Mio. 20 Mio. 30 Mio. 15.097.000.-																														
Anschaffung Kurs		Valuta		Anschaffung Kauf																															
<input checked="" type="checkbox"/> N.NY	Klo.	LZB	15-03-95		giro NY <input checked="" type="checkbox"/> giro LDN giro TOK giro ZCH giro PFM Zahlung <input checked="" type="checkbox"/>																														
Original-Kurs Kasse		Ursache-DM-Kurs Kasse		Anschaffung durch																															
1.4990		KZ K/T		Marge aus K-Gesch.																															
Ursache-DM-Kurs		Bew. Opt. Val. Nicht bewerten		13																															
Ursache-DM-Gegenwert		Valuta 2. Fall Option		Frankfurt den <del>13-12-94</del> <b>11.25</b>																															
KZ		Positional Handel		Tel./Telex/SWIFT/FAX/achft./Name <span style="float: right;"><i>tel</i></span>																															
(Ergänzender Hinweis)		Absch. Eingabe		Makler <table border="1" style="display: inline-table; margin-left: 20px;"> <tr><td>1</td><td>2</td><td>3</td><td>4</td><td>5</td><td>6</td><td>7</td><td>77</td><td>81</td><td>91</td></tr> <tr><td>8</td><td>9</td><td>10</td><td>11</td><td>12</td><td>13</td><td>14</td><td>82</td><td>83</td><td>92</td></tr> <tr><td>15</td><td>16</td><td>17</td><td>18</td><td>19</td><td>20</td><td>55</td><td>84</td><td>99</td><td>93</td></tr> </table>		1	2	3	4	5	6	7	77	81	91	8	9	10	11	12	13	14	82	83	92	15	16	17	18	19	20	55	84	99	93
1	2	3	4	5	6	7	77	81	91																										
8	9	10	11	12	13	14	82	83	92																										
15	16	17	18	19	20	55	84	99	93																										
Genehmigt		Bankposition		Blatt-Nr. <b>0123159</b> <i>p. Vantocella</i>																															

Рис. 32. Дилерский тикет — заключение форвардной сделки

Тикет депозитной сделки соответствует тикету конверсионной сделки, но в нем дополнительно указываются метод расчета процентов и процентные платежи (рис. 33). Если депозитная сделка за-

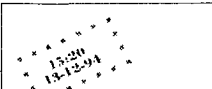
Kontohalt		U-KO: Bk/St-Nr			
<b>HEREINGENOMMEN</b>				<b>AUSGELIEN</b>	
WKZ		VON	WKZ		
Anschaffung/Rückzahlung bei Fälligkeit		BIS	Anschaffung/Rückzahlung bei Fälligkeit		
		ANZAHL d TAGE			
Zwischenanstellung sofern verschieben		%	Zahlung durch		
		DM-Zinssatz			
		%			
(ergänzender Hinweis)		1 = Ausstellung eig Wert 2 = Zinsabruf 3/4 = Importationsfinanzierung		4 = Limit A 5 = Limit B 6 = protokolliert 7 = befristet	
Terminversicherung		Prozedur Handel	Frankfurt, den _____ Uhrzeit _____		
SCHLUSS-NR	FW-Betrag	Abrechn. Beleg	Tel./Telef./SWIFT/FAK/schreibl./Name _____		
		Prozedur Euro-PC	Makler 31 32 33 34 35 36 37 38 39 77		
Kassakurs	Termin-Kurs	Handler _____		Blatt-Nr <b>257667</b>	
Swapp in Stellen	Swapp in %				

Рис. 33. Дилерский тикет — заключение сделки на денежном рынке

ключается в иностранной валюте, марки конвертируются в другую валюту со страховкой курса через своп-сделку. Данные об этих операциях также заносятся в тикет.

### 11.4.2.2. Учет

Минимальные требования к внутрибанковскому контролю за валютными сделками, установленные Федеральным ведомством надзора за кредитным делом относительно учета форвардных и спот-сделок, требуют такого учета уже при их заключении. Валютные сделки проводятся сначала по вспомогательному журналу, а после исполнения переносятся в главный журнал. Предварительный учет заключенных сделок осуществляется в подразделении обслуживания (back-office).

План счетов банка имеет специальную структуру для вспомогательных журналов, необходимую для того, чтобы выявлять риски, вытекающие из дилинговой деятельности. Порядок в системе учета гарантируется специальными программами выявления ошибок.

Чтобы осуществить проводки отдельных сделок, особенно в комплексных мультивалютных системах (см. "Параметры" в разделе 11.4.3.1), приходится использовать много промежуточных счетов. Современные дилинговые системы имеют возможности в конце каждого рабочего дня оценивать закрытые и открытые процентные и валютные позиции. Эти ежедневные оценки, которые служат информацией для управления, имеют свою техническую базу. До окончательного исполнения сделок данные дилинговой системы могут отличаться от данных бухгалтерского учета.

Далее в упрощенном виде представлен учет операций по трем рассмотренным ранее тикетам. Поскольку во втором и в третьем примерах исполнение сделок осуществляется за пределами текущего года, оценки имеют предварительный характер.

### Схема учета операций к примеру 1: сделка спот

Риски исполнения и платежа непосредственно фиксируются в учете через счета незакрытых форвардных и спот-сделок. Сальдо этих счетов не выравнивается до тех пор, пока по ним не проходят платежи. Схема учета операций показана на рис. 34.

### Схема учета операций к примеру 2: форвардная сделка

Пример форвардной сделки (см. рис. 35) составлен таким образом, чтобы срок ее исполнения приходился на следующий год. Общая переоценка в конце года позволяет переоценить заключенный кон-

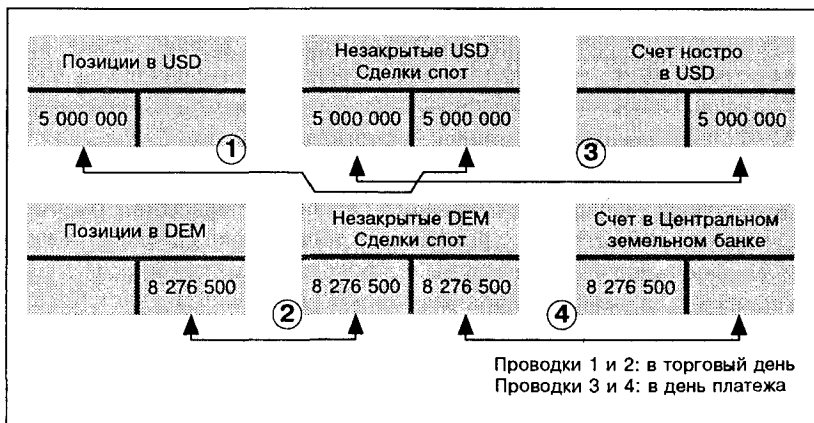


Рис. 34. Учет операций к примеру 1: сделка спот

тракт и учесть потенциальные убытки. Современные бухгалтерские системы позволяют, однако, проводить такие переоценки ежедневно. Перерасчет валюты в конце года в немецких кредитных институтах регулируется законодательно.

30 декабря 1994 г.

Межбанковские курсы

Курс спот USD/DEM

1,5120—1,5125

Премия 15 марта 1995 г.

0,0085—0,0090

Форвардный курс

1,5205—1,5215

В примере переоценка осуществлена на основе среднего курса в день переоценки (1,5205 — 1,5215).

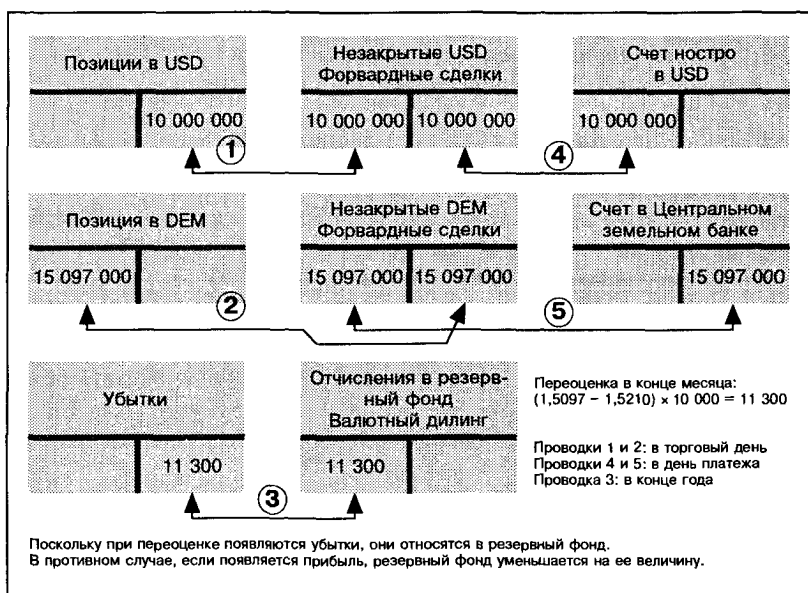


Рис. 35. Учет операций к примеру 2: форвардная сделка

### Схема учета операций к примеру 3: сделка на денежном рынке

Сумма полученных или уплаченных процентов по сделке на денежном рынке определяется общим ее сроком. Процентная сумма, проходящаяся на каждый день, ежедневно учитывается в финансовых результатах (процентные начисления). В день платежа сумма процентных начислений соответствует процентной сумме, подлежащей получению или выплате. Сделки на денежном рынке не предусматривают никаких уменьшений требований из-за снижения процентов. Оценка в конце года основывается на следующих ставках:

30 декабря 1994 г.

Межбанковские процентные ставки

Валютирование

15 марта 1995 г.

Процентная ставка в марках

5,25%

Схема учета операций на денежном рынке показана на рис. 36.

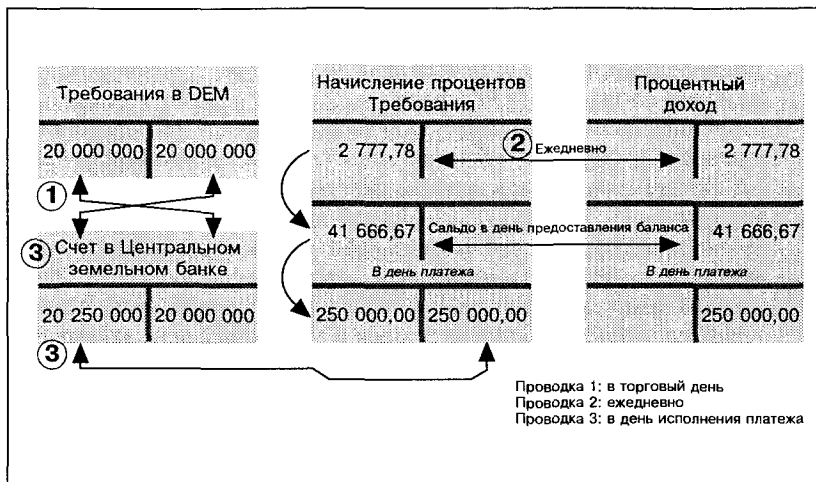


Рис. 36. Учет операций к примеру 3: сделка на денежном рынке

### 11.4.3. Административная система

Уровень автоматизации в системах торговли и обслуживания определяет потребность в персонале и задачи административной системы. Подключение к внешним системам обслуживания (например, к SWIFT) фактически предполагает типичную структуру этой системы. Остановимся на некоторых основных ее звеньях.

#### 11.4.3.1. Внутренние системы торговли и обслуживания

Техническое обслуживание основных данных, таблиц, указателей ключей, параметров проводится, как правило, в подразделении по обеспечению сделок (back-office). Рассмотрим наиболее употребляемые понятия.

##### *Основные данные*

Почти во всех используемых модулях необходимы базисные данные обозначаются в качестве основных данных. К ним отно-



сятся имена, сокращенные наименования, адреса, номера телефонов и факсов контрагентов. Клиентские адреса вводятся прямо в главную систему, чтобы все банковские службы имели доступ к полной базе данных. В торговых системах в подтаблицах имеются специальные дополнительные сведения, например банковские коды SWIFT, номера банковских счетов или план счетов бухгалтерского учета.

#### *Таблицы и указатели ключей*

В таблицах и указателях ключей содержатся коды валют, стран, языков, продуктов, банковских контрагентов, дилеров и т.д., другими словами, все внутрисистемные сокращения на соответствующем языке или часто на многих языках. При заключении сделки коды просто и быстро извлекаются. Таблицы и указатели ключей служат для внутрисистемной увязки различных баз данных.

В системе имеется множество таблиц, которые используются только косвенно. Большинство из них образуют базу для постоянного контроля. Например, таблица выходных дней предотвращает валютирование операции в нерабочий день контрагента. Посредством таблицы учета операций определяется стандартная проводка по сделке с определенным кодом.

#### *Параметры*

Большинство систем в определенных границах могут обслуживать особые потребности пользователя и через таблицы параметров регулировать его деятельность. Например, можно установить количество дней, через которое будет передаваться сообщение дилера, или определить, как долго исполненная сделка должна оставаться в основной базе данных, пока не будет передана в архив, и с какими стоимостными оценками она перейдет в архивные данные.

В торговых и обслуживающих системах, в которые могут входить как центральное отделение, так и зарубежные филиалы концерна, с помощью таблицы параметров определяется, какая валюта в каждой конкретной операции является базисной. Все другие валюты, участвующие в сделке, подлежат перерасчету в базисной валюте. Так называемые мультивалютные системы проводят конвертацию всех валют, участвующих в расчетах, автоматически.

Административные системы при заключении и исполнении сделок решают и специфические задачи, примеры которых приводятся ниже.

#### *Постоянные платежные инструкции*

Банки, которые регулярно сотрудничают на денежных и валютных рынках, часто договариваются о постоянно действующем списке платежных инструкций. В нем содержатся реквизиты, по которым осуществляются платежи: это или счета собственных

филиалов за рубежом, или счета банков-корреспондентов. Исходящие платежи в иностранной валюте автоматически переводятся на названный счет, и при заключении торговых сделок реквизиты платежей не указываются.

#### *Лимиты*

Модуль управления лимитами предполагает ввод, изменение и контроль за различными их видами. Уровень использования лимитов определяется не только системой валютного дилинга, но и другими источниками, например системой ценных бумаг, через которую проводятся покупка и продажа ценных бумаг, котированных в иностранной валюте. Эти операции также влияют на позицию банка в иностранной валюте.

#### *Позиции*

Модуль управления позицией отслеживает непокрытые суммы в иностранной валюте. При учете операций соответствующие суммы автоматически относятся на позицию. Величина позиции согласовывается с сальдо позиционных счетов в бухгалтерском учете.

#### *Курсы*

В накопителях курсов содержатся данные по прошлым и текущим курсам, своп- и процентным ставкам, а также курсы, использованные для расчетов лимитов, прибыли и убытков.

### 11.4.3.2. Связь с другими внутрибанковскими системами

Описание взаимодействия с другими банковскими подразделениями возможно только условно, поскольку его объем и уровень автоматизации определяют затраты труда в подразделении обслуживания.

#### *Предоставление информации внешним получателям*

Данные для основных сведений и балансовой статистики, сообщаемые государственным органам (Федеральному банку, Ведомству федерального надзора за кредитным делом), собираются в подразделении обслуживания, дополняются и проверяются в бухгалтерии. Затем они поступают в модуль связи, где для их отправки заполняются необходимые формуляры.

#### *Предоставление информации внутренним получателям*

Поскольку подразделения обслуживания не подчиняются дилинговым подразделениям казначейства и могут рассматриваться в качестве нейтральных, во многих банках они готовят для казначейства и руководства необходимую информацию о дилинговой деятельности, использовании и превышении лимитов.

Если валютный дилинг осуществляет дочернее общество банка, информация поступает в казначейство центрального отделения

концерна, функционально ответственное за эту деятельность. Крупные институты обычно используют для этого специальные системы (Reporting).

#### *Расчеты*

Наряду с надзором за платежами по форвардным и опционным сделкам, а также за выплатой процентов подразделение обслуживания подготавливает данные по окончательным платежам, которые проводятся через отдел расчетов. В международных расчетах значительную роль играет система SWIFT, которая рассматривается в разделе 11.4.5.

### 11.4.3.3. Связь с внешними системами

Надзор за сроками и контроль подтверждений платежей партнерами по сделкам, а также надзор за ожидаемыми поступлениями на валютные счета также осуществляют подразделения обслуживания.

#### *Подтверждения платежей*

Если сведения в подтверждениях контрагентов не совпадают с данными банка или сами подтверждения не поступают в определенный срок, подразделение обслуживания принимает необходимые меры для выяснения ситуации. Затраты времени на сравнение подтверждений клиентов с данными банка минимизируются с помощью системы confirmation-matching. Подтверждения вводятся в систему, в которой уже имеются данные о банковской сделке. Компьютер сравнивает данные и сообщает только отклонения или открытые пункты.

Подтверждения, поступающие через SWIFT или внешние дилинговые системы, приходят в форме, уже готовой для автоматического считывания. Если они сразу передаются в систему обслуживания, то отпадает надобность в особом учете этих сведений.

### 11.4.4. Прочие задачи

Подразделение обслуживания решает и задачи, которые не столь тесно связаны с автоматизацией. Приведем в качестве примера две из них.

#### *Рекламации*

Регулирование разногласий, возникающих при расчетах, бухгалтерском учете, определении позиций и лимитов, а также в корреспондентских отношениях с партнерами, также возлагается на подразделение обслуживания. При этом необходимо прежде всего связаться с дилером, заключившим сделку, и выявить возможные ошибки в своем банке.

### *Подготовка биржевых поручений*

Поручения клиентов, которые проводятся по официальным котировкам, подготавливаются для дилера в подразделении обслуживания. Обычно такие поручения поступают от клиентов в филиалы или заграничные отделения банка, которые собирают заявки на покупку и продажу валюты и направляют их в подразделение обслуживания. Здесь ордера сальдируются по видам валюты и направляются в дилинговые подразделения для исполнения. По завершении официальных котировок исполненные поручения клиентов сортируются и рассчитываются.

## 11.4.5. SWIFT

Большинство подтверждений и платежных поручений проводится в настоящее время по системе SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication). Это общество, находящееся в Брюсселе, основано в 1973 г. 239 международными банками из 15 стран. Теперь в нем состоят более 2300 членов. SWIFT создавалось для того, чтобы ввести для банков электронную систему международных платежей. С течением времени задачи системы расширились до регулирования банковских счетов, отправки подтверждений по валютным и денежным сделкам, операциям с ценными бумагами, а также передачи сообщений по инкассо и аккредитивам, различных предупреждающих извещений относительно банковских сделок.

Платежное поручение, переданное банком по SWIFT, прямо через терминал поступает на так называемый концентратор в собственной стране. В Германии он находится во Франкфурте-на-Майне. Здесь все поступившие сообщения собираются и далее передаются в центральное отделение SWIFT в Амстердаме. Через спутник данные поступают из отдаленных отделений, например из США.

Таким образом, члены SWIFT, относящиеся к разным временным поясам, получают оптимальное обслуживание. Переданные сообщения собираются в соответствующих отделениях и затем распределяются по концентраторам стран, из которых направляются в банки.

Ввод и исполнение платежных поручений осуществляются по этапам:

Подготовка: зашифровка таких необходимых данных, как валюта, курс, вид сделки, бухгалтерское оформление, срочность сообщения и банк-корреспондент. Если получатель известен банку, то шифровка проводится автоматически в его электронной сети.

**Ввод:** зашифрованные данные, включая код банка, подаются в терминал и сравниваются с данными исходного поручения.

**Разрешение:** еще один контроль и разрешение платежа проводятся сотрудником, имеющим для этого специальный шифр. После разрешения платеж автоматически передается в соответствующий концентратор.

Стандартизация закодированной информации позволяет избежать недоразумений и проблем, возникающих при их разрешении. Каждое сообщение снабжается охранным кодом (hash-totals); только после его расшифровки принимающий банк может обрабатывать сообщение.

Для денежной и валютной торговли используются различные форматы стандартных сообщений. Рабочий язык в системе SWIFT — английский. Несколько типичных примеров:

message type	message type name	description
300	foreign exchange confirmation	confirms the information agreed to in the buying / selling of two currencies
305	foreign currency option confirmation	confirms the information agreed to in the buying and selling of options on currencies
320	fixed loan / deposit confirmation	confirms the terms
324	liquidation notice for fixed loan / deposit	confirms the liquidation of a fixed loan / deposit transaction
330	call / notice loan / deposit confirmation	confirms the terms of a contract in connection with a call / notice loan / deposit transaction
335	advice of a call / notice loan / deposit interest rate change	advices / confirms an interest rate change relative to a call / notice loan / deposit
350	advice a loan / deposit interest payment	advices the receiver of a loan / deposit interest payment

- Структура организации**
- Казначейство* осуществляет управление активами-пассивами и ликвидностью; к казначейству относится также валютный дилинг за собственный счет и для клиентов и пр.
  - Конкретная структура казначейства и подразделений валютного дилинга зависит от величины банка, разнообразия предлагаемых услуг и объема рыночных сделок; она формируется индивидуально для каждого банка.
  - Подразделение валютного дилинга может состоять, например, из отделов:
    - операций за собственный счет и клиентских операций;
    - операций для мелких и средних фирм и операций для крупных фирм;
    - операций для отечественных клиентов и операций для иностранных клиентов;
    - обслуживания филиалов.
  - Отдел *операций за собственный счет* занимается выравниванием позиций по клиентским сделкам, а также созданием собственных позиций в иностранной валюте и управлением ими. Для этого налаживаются и поддерживаются постоянные контакты на межбанковском рынке с внутренними и зарубежными партнерами, обеспечивающие надежную репутацию на рынке.
  - Внутри отдела операций за собственный счет возможна *специализация по видам продукта* (спот, форвардные и опционные сделки).
- 

**Техника**

- Современный валютный дилинг невозможен без компьютерной и коммуникационной техники, специального телефонного оборудования и информационных агентств.
- Дилинговые системы* представляют собой компьютерные системы, главными задачами которых являются:
    - учет заключенных сделок (тикеты сделок);
    - надежный контроль;
    - информация о денежных потоках и позициях;
    - надзор за лимитами и отчетность.
-

---

Подразделение по обслуживанию сделок

*Подразделение по обслуживанию сделок* (back-office) выполняет административные задачи:

- контроль за подтверждениями сделок контрагентами;
  - надзор за сроками;
  - разрешения на денежные перечисления;
  - контроль лимитов (позиций и контрагентов);
  - отчеты руководству и, таким образом, контроль рисков;
  - управление *базой данных компьютерной системы*, к которым относятся:
    - основные данные,
    - таблицы,
    - указатели ключей,
    - параметры,
    - списки адресов,
    - информация о лимитах,
    - позиции,
    - курсы;
  - рекламации;
  - подготовка биржевых поручений;
  - учет (предварительный)
- 

Учет

*Учет* сделок и проводки по ним осуществляются сразу после заключения сделок. Для этого ведутся вспомогательные журналы учета, данные которых служат для оценки позиций и могут отличаться от окончательных бухгалтерских данных. В конце года сделки, исполнение которых переносится на следующий год, подлежат переоценке.

---

SWIFT. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

Система SWIFT — управляемая ЭВМ сеть, которая служит для передачи финансовой информации. Через нее происходят обмен сообщениями, например при заключении инкассовых или аккредитивных сделок; передача чеков, платежных поручений, дорожных чеков, гарантий и т.д., но *не производятся платежи* или автоматические расчеты. Клиринговые расчеты осуществляются через банковские корреспондентские счета.

---

## 12. Нормы поведения на валютном рынке

Одной из важнейших предпосылок международной торговли является добросовестное поведение основных участников рынка. Его основой являются доверие партнеров по сделке, а также соблюдение общепринятых правил торговли.

### 12.1. Международная ассоциация участников валютного рынка

Для координации дальнейшего развития валютного дилинга коммерческие банки основали *Международную ассоциацию участников валютного рынка — Association Cambiste Internationale (ACI, также Forex-Club)* с местопребыванием в Париже. В эту организацию входят банки и брокерские фирмы, работающие на валютном рынке; ее главной целью является содействие повышению общего уровня профессиональных отношений на рынке и профессионализма его отдельных участников.

В 1975 г. Комитетом по профессиональным отношениям в валютной торговле был впервые опубликован *Кодекс поведения (Code of Behaviour)*, который постоянно дополнялся и расширялся. В 1991 г. *Кодекс поведения* вышел в новой редакции (*Code of Conduct*). Он содержит указания по нормам отношений на рынке между валютными дилерами, банками и брокерами, а также рекомендации по контролю за банковским управлением. Эти указания не имеют правового характера, но они одобрены всеми членами ассоциации и, как правило, исполняются.

На регулярно проводимых собраниях и семинарах члены ACI получают возможность установления личных контактов и обмена опытом.

В этой главе приведены выдержки из Кодекса поведения в редакции 1991 г., которая поднимает проблемы международного сотрудничества и одновременно предлагает пути их решения.

Текст дается на английском языке. ACI исходит из того, что участники международной торговли не нуждаются в переводе.



## ОБЗОР: Нормы поведения на валютном рынке

### Code of Conduct

Новая редакция Кодекса поведения членов ACI (*Association Cambiste Internationale*, также *Forex-Club*), принятая в 1991 г. вместо первоначальной редакции 1975 г., касается:

- рыночных отношений между валютными дилерами;
- сотрудничества банков и брокерских фирм;
- рекомендаций по управлению и предостережений для выявления проблемных ситуаций;
- четкого регламентирования и письменного подтверждения ответственности и компетентности участников валютного дилинга.

### Урегулированные проблемы

- торговля по нерыночным курсам;
- торговля вне нормального рабочего времени;
- сделки на площадках других торговцев;
- прием stop-loss-ордеров;
- фиксация переговоров;
- доверительность и защита информации;
- дилинговые процедуры и заключение сделок;
- обязательность и действительность котировок;
- информация об участниках рынка через брокера и отказ от контрагентов;
- проведение платежей и расчетов;
- торговый язык и определенность терминов.

### Проблемы, подлежащие урегулированию

- торговля за собственный счет;
- предоставление выгодных предложений (подарков, приглашений и т.п.);
- лекарства и алкоголь;
- документация и подтверждения: устные договоренности, письменные и электронные подтверждения;
- мошенничество;
- отмывание денег;
- выравнивание разницы и отклонений;
- вознаграждения: комиссионные и провизия (брокерская комиссия).

## 13. Европейская валютная система (European Monetary System — EMS)

### 13.1. История

#### 1820 г. Золотой стандарт

Установлено твердое соотношение между бумажными деньгами и золотом. Стоимость одной денежной единицы определяется в чистом золоте, например 1 RM (рейхсмарка) = 0,3584229 г чистого золота. Эмиссионные банки обязуются в любое время обменивать бумажные деньги на золото. Весь наличный денежный оборот обеспечен золотом, инфляция невозможна.

#### 1914 г. Государственное регулирование валютных отношений

В начале первой мировой войны большинство стран переходит к регулированию валютных отношений; весь платежный оборот внутри страны и валютные переводы подлежат государственному контролю и регулированию.

#### 1925 г. Возвращение к золотому стандарту

После валютных реформ во многих странах опять вводится золотой стандарт, но уже в измененном виде. В отличие от прежней системы золото служит сейчас только для частичного обеспечения денежного оборота, обмен бумажных денег на золото для частных лиц не производится.

#### 1931 г. Государственное регулирование валютных отношений

В Германии золотой стандарт окончательно упраздняется и опять вводится государственное регулирование валютных отношений.

#### 1944 г. Бреттон-Вудская система

На конференции в Бреттон-Вудсе 45 государств договорились о создании Мирового банка, Международного валютного фонда (МВФ) и единой валютной системы — *Бреттон-Вудской системы*. Созданная система должна была восстановить порядок в международных валютных отношениях, а также ввести ответственность стран—членов этой системы за политику обменных курсов и валютные ограничения. На практике это означало введение золотого или долларового паритета валют; отклонение валютных курсов ограничивалось в пределах  $\pm 0,75\%$ . В случае больших отклонений национальные банки обязывались посредством покупки или продажи валюты восстановить соотношение курсов. Ведущей валютой стал американский доллар, а США покупали золото по цене 35 долл. за унцию.

#### 1945 г. Международный валютный фонд

Вступило в силу соглашение о Международном валютном фонде.

## 1950 г. Европейский платежный союз (European Payments Union — EPU)

Одновременно с Бреттон-Вудской системой европейскими государствами создается EPU; страны-основатели: Бельгия, Федеративная Республика Германии, Франция, Греция, Великобритания, Ирландия, Исландия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Норвегия, Австрия, Португалия, Швеция, Швейцария и Турция. Целью союза было создание многосторонней системы платежей внутри сообщества и одновременно предпосылок для свободной конвертируемости европейских валют.

## 1952 г. Вступление Федеративной Республики Германии в МВФ

Федеративная Республика Германии вступает в МВФ, паритет марки относительно доллара составляет 4,20 марки за 1 долл.

## 1958 г. Европейское валютное соглашение (European Monetary Agreement — ЕМА)

EPU сменяется ЕМА, валюты стран-участниц становятся также конвертируемыми относительно доллара. Их паритет выражается в золоте или в долларах, отклонения составляют  $\pm 0,75\%$ . Отклонения недолларовых валют относительно друг друга находятся на уровне  $\pm 1,5\%$ .

## 1971 г. Август. Крушение Бреттон-Вудской системы

Неравномерность экономического развития государств — членов Бреттон-Вудской системы приводила к постоянным колебаниям внутри нее, давление на доллар постоянно возрастало. Когда США прекратили обмен долларов на золото, другие государства — члены системы также сделали свою валюту свободной.

### Декабрь. Смитсоновское соглашение

В Смитсоновском институте в Вашингтоне еще раз были установлены обменные курсы бреттон-вудских валют, доллар девальвирован на 8%, и цена за тройскую унцию золота повышена до 38 долл. Пределы колебаний курсов составляли теперь 2,25%.

## 1972 г. Европейская связь валютных курсов

Европейские страны — члены Бреттон-Вудской системы установили пределы колебаний своих валют также на уровне 2,25%. При графическом изображении пунктов интервенции возникло выражение “валютная змея”, под которым и стала известной система. Странами — учредителями этой системы были Бельгия, Федеративная Республика Германии, Франция, Великобритания, Италия, Люксембург, Нидерланды, Норвегия и Швеция.

## 1973 г. Февраль. Конец Бреттон-Вудской системы

Доллар вновь подешевел на 10%, цена за тройскую унцию золота повысилась до 42,25 долл.; к этому времени курс доллара по отношению к марке составил 2,9003.

**Март.** Несмотря на новую переоценку, давление на доллар не прекращается. Страны — члены Бреттон-Вудской системы прекратили в марте 1973 г. интервенции в поддержку доллара.

## 13.2. Европейская валютная система (European Monetary System — EMS) на настоящем этапе

1979 г. С целью обеспечения внутри Европейского сообщества ценовой и валютной стабильности создается Европейская валютная система (EMS). Предполагается усилить экономическое сотрудничество стран — членов ЕС и создать защиту против дестабилизирующего влияния третьих стран. Члены ЕС держат обменные курсы своих валют в пределах  $\pm 2,25\%$ , новые члены могут на определенный срок устанавливать пределы колебаний до  $\pm 6\%$ .

Центральные банки обязаны проводить интервенции при достижении высшего или низшего предела колебаний курса валюты, чтобы предотвратить его дальнейшее повышение или понижение. Для этих интервенций используются краткосрочные кредиты.

1987 г. В *Базельском договоре* стран — членов EMS устанавливается, что интервенции предпринимаются не только при достижении высшего или низшего предела колебаний валют (маргинальные интервенции), но и при отклонении курсов на  $\pm 0,75\%$  (внутримаргинальные интервенции).

Страны—члены EMS: Бельгия, Дания, Федеративная Республика Германии, Франция, Ирландия, Италия, Люксембург (в валютном союзе с Бельгией), Нидерланды и Испания.

1988 г. Европейский совет принимает решение о создании *Европейского экономического и валютного союза* (*European Economic and Monetary Union — EMU*).

Целями валютного союза являются:

свободное движение товаров, услуг, частных лиц и капитала;

совместное принятие важнейших решений в области валютной политики;

установление неизменных валютных паритетов;

полная либерализация рынков капитала.

В так называемом плане Делора разработан трехступенчатый план осуществления этих целей с 1990 по (наиболее позднее) 1999 г.

1990 г. На первой ступени Европейского валютного союза (EMU) страны — члены ЕС должны достичь достаточно равного уровня экономического развития, их денежная политика становится все более скоординированной и возрастает роль европейской валютной единицы. В этом году в EMU вступает Великобритания.

1992 г. Руководители государств — членов ЕС подписывают *Договор о Европейском союзе*. Он содержит положения о будущем экономическом и валютном союзе, а также изменения и дополнения к существующему договору ЕС. Осенью этого года большинство валют

EMU находятся под сильным давлением валютных рынков. Италия и Великобритания покидают валютный союз. В этом году в EMU вступает Португалия.

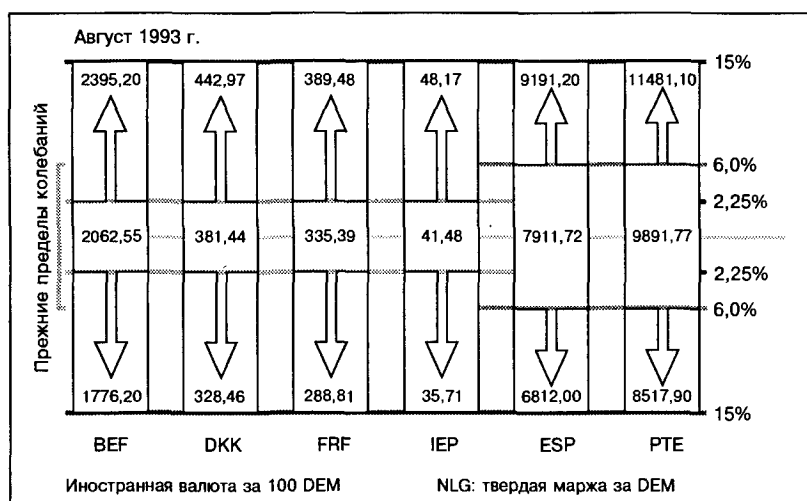
1993 г. Министры финансов и центральные банки стран — членов ЕС договариваются о расширении пределов колебаний курсов валют до  $\pm 15\%$ . Только Нидерланды и Федеративная Республика Германии устанавливают для своих валют прежние пределы колебаний 2,25% (рис. 38).

1994 г. На второй ступени EMU учреждается Европейский валютный институт во Франкфурте-на-Майне. Денежная и валютная политика остается в компетенции национальных центральных банков.

1997 г. В 1997 г., но не позднее 1999 г., начинается заключительная фаза EMU. Европейский центральный банк получает полные полномочия на единую денежную политику и обязан поддерживать стабильность цен в странах — членах EMU. В этой фазе должны поэтапно вводиться твердые курсы единой валюты — евро.

На рис. 37 представлены пределы колебаний немецкой марки относительно валют EMU, установленные с августа 1993 г., а также новые точки интервенции.

Из трех новых членов ЕС: Австрии, Финляндии и Швеции, вступивших в Союз 1 января 1995 г., только Австрия с 6 января того же года входит в механизм EMU. Средний курс ЭКЮ составляет 13,7167 австрийского шиллинга.



Источник: Шпигель (Der Spiegel). 1993. № 32.

Рис. 37. Новые точки интервенции EMU

### 13.3. Европейская валютная единица

При основании ЕМУ в 1979 г. была создана единая валюта — европейская валютная единица — *euro currency unit* (ЭКЮ).

ЭКЮ — искусственная валюта, курс которой рассчитывается на основе “корзины” валют стран — участниц ЕМУ. Процентная доля каждой валюты в этой “корзине” определяется экономическим потенциалом отдельных стран. Главными критериями для уровня процентного участия валюты в формировании “корзины” ЭКЮ служат доля страны в европейской торговле и ее доля в валовом продукте ЕС.

Пересмотр процентных долей валют, составляющих “корзину” ЭКЮ, происходит постоянно. В 1989 г. впервые в расчет ЭКЮ были включены испанская песета и португальское эскудо.

Таблица 3 показывает процентные доли валют, формирующих “корзину” для расчета курса ЭКЮ, с момента ее создания и до замораживания 1 ноября 1993 г.

При функционировании ЭКЮ используются две стоимости: официальный курс (официальные ЭКЮ) и рыночная стоимость (частные ЭКЮ).

Таблица 3. Процентный состав валютной “корзины” (доли округлены)

Валюта	Начало 13 марта 1979 г.	Пересмотр 17 сентября 1984 г.	Пересмотр 21 сентября 1989 г.	Неизменяемый состав 1 ноября 1993 г. <sup>1</sup>
DEM	33,00	32,00	30,10	32,63
GBP	13,30	15,00	13,00	11,45
FRF	19,80	19,00	19,00	19,89
ITL	9,50	10,20	10,15	8,18
NLG	10,50	10,10	9,40	10,23
BEF/LUF	9,60	8,50	7,90	8,28
DKK	3,10	2,70	2,45	2,56
IEP	1,10	1,20	1,10	1,06
GRD	—	1,30	0,80	0,53
ESP	—	—	5,30	4,50
PTE	—	—	0,80	0,71

<sup>1</sup> Торговая газета (*Handelsblatt*). 1993. 10 ноября.

### 13.3.1. Официальная стоимость

Официальные ЭКЮ играют центральную роль в механизме EMS, выполняя в нем множество функций. ЭКЮ является исходной величиной при установлении официального курса EMS, на базе которой рассчитываются границы колебаний валют стран — участниц EMS. Тем самым она образует также исходный пункт для расчета внутримаржинальных точек интервенции.

Центральные банки стран — участниц EMS при проведении интервенций рассчитывают свои покупки-продажи в ЭКЮ. Кредиты в ЭКЮ предоставляются Европейским фондом валютного сотрудничества (ЕФВС) для интервенций внутри EMS.

Страны — участницы EMS депонируют 20% своих золотых и долларовых резервов в ЕФВС, которые учитываются по эквиваленту в ЭКЮ.

Баланс платежей стран — участниц ЕС, предоставляемых в качестве помощи другим странам содружества, также рассчитывается в ЭКЮ.

### 13.3.2. “Частное” использование ЭКЮ

ЭКЮ играет значительную роль не только в механизме обменных курсов EMS и при расчетах центральных банков, но и в так называемом *частном* пользовании. Обозначение “частный” характеризует использование ЭКЮ в качестве торгуемой валюты при обслуживании сделок предприятий.

Займы в ЭКЮ институтов Европейского союза, вынесенные на рынок, придают ЭКЮ еще большее значение. На фондовых рынках они составляют в переходный период наибольшие валютные вложения.

Транснациональные предприятия свои требования и обязательства также все более рассчитывают в ЭКЮ.

Преимуществом оценок в ЭКЮ является их стабильность, поскольку валютная “корзина” для расчета ЭКЮ дает усредненную стоимость, на которую не могут оказывать сильное давление колебания отдельных валют.

Наряду с курсами, по которым ЭКЮ торгуют на валютных рынках, Комиссия ЕС ежедневно публикует свой курс, который, однако, следует рассматривать в качестве условного. Он рассчитывается по долларovým курсам валют EMS, которые ежедневно сообщаются ЕС соответствующими центральными банками. На основе этого курса сначала рассчитывается долларовая стоимость ЭКЮ, а затем стоимость отдельных валют.

## 14. Приложение

### 14.1. Глоссарий (русский, английский, немецкий)

Здесь представлены важнейшие профессиональные понятия, рассмотренные в книге. Глоссарий может быть использован в качестве краткого учебного пособия. Учитывая международный характер сделок, термины приводятся на русском, английском и немецком языках.

Русский	Английский	Немецкий	
Американский опцион	American option	Amerikanische Option	Вид опциона, который может быть исполнен в любое время до даты истечения.
Арбитраж	Arbitrage	Arbitrage	Первоначальное значение — безрисковое использование различных курсов валют на разных торговых площадках. В настоящее время — открытие позиции в иностранной валюте для получения прибыли путем использования благоприятного изменения обменных курсов за относительно короткий период времени.
Банк-корреспондент	Correspondent bank	Korrespondenzbank	Банк, осуществляющий постоянные банковские услуги для другого кредитного института. Установление корреспондентских отношений предполагает заключение письменного соглашения об условиях предоставления банковских услуг, а также открытие друг у друга корреспондентских счетов и кредитных линий.



Безналичные деньги	Deposit money	Buchgeld	Активы в национальной или в иностранной валюте на счете в банке. Безналичные деньги могут использоваться для перевода или посредством обращения в наличные деньги.
Бреттон-Вудс	Bretton Woods		В 1944 г. 45 государств на конференции в Бреттон-Вудсе заключили соглашение о создании МВФ, Мирового банка и валютной системы, в которой доллар стал играть ведущую роль. Паритеты валют выражались в золоте или в долларах. В 1973 г. из-за постоянного давления на доллар система распалась.
Брокер	Broker	Makler	Посредник в валютных и процентных сделках.
Брокерская комиссия	Brokerage	Komission	Комиссия, которую получает брокер валютного или денежного рынка за выполненное поручение клиента.
Валюта котировки	Price currency	Preiswahrung	Валюта, которая указывает цену стандартной единицы торгуемой валюты. См. также: Торгуемая валюта.
Валютная биржа	Currency exchange	Devisenborse	В Германии является частью Франкфуртской фондовой биржи, на которой ежедневно официальным маклером устанавливается курс 17 валют. Котировка происходит во Франкфурте, на остальных биржевых площадках — в Берлине, Дюссельдорфе, Гамбурге и Мюнхене — только собираются поручения, которые отправляются на Франкфуртскую биржу.

Валютная позиция	Foreign exchange position	Devisenposition	Открытая позиция в иностранной валюте, содержащая курсовые риски.
Валютный курс	Foreign currency rate	Devisenkurs	Цена определенной стандартной величины иностранной валюты, которая устанавливается в относительных единицах других валют.
Валютный опцион	Currency option	Devisen Option	См.: Опционная сделка.
Валютный своп	Foreign exchange swap	Devisen Swap	См.: Своп-сделка.
Внутренняя стоимость	Intrinsic Value	Innerer Wert	Стоимость, определяющая цену (премию) опциона. Внутренняя стоимость выражает разницу между текущим форвардным курсом и ценой исполнения.
Временная стоимость	Time Value	Zeitwert	Временная стоимость опциона определяется неустойчивостью валюты и сроком, оставшимся до исполнения опциона. Она уменьшается с сокращением времени до исполнения опциона.
Встречная сделка (хедж)	Hedge	Gegengeschäft	Встречной сделкой (хеджированием) нивелируется установленный или потенциальный риск; полностью риск не устраняется.
Выбор	Choice	Aussuchen	Ситуация, когда выставляется только один валютный курс или одна ставка процента и покупателю предоставляется выбор покупки или продажи по этому курсу.
“Выписывание” опциона	To write	Schreiben	Термин, обозначающий продажу опциона.

Гарантийная маржа	Initial margin	Sicherheitsmarge	Сумма, которую необходимо внести в клиринговую палату биржи опционов в качестве гарантии при открытии позиции.
Дата бухгалтерского учета	Date of entry	Buchungsdatum	Дата бухгалтерской обработки операции.
Дата валютирования	Value date	Valutadatum	Дата, определяемая для исполнения условий сделки.
Дата платежа	Maturity date	Fälligkeitsdatum	Дата, к которой партнер по сделке должен поставить валюту, т.е. совершить платеж.
Девальвация	Devaluation	Abwertung	Снижение курса валюты. Для валют с фиксированными обменными курсами девальвация осуществляется органами власти. Валюты с плавающими курсами девальвируются на свободном рынке вследствие превышения предложения над спросом. См. также: Ревальвация.
Девизы (иностранная валюта)	Foreign currency	Devisen	Активы банков в иностранной валюте, помещенные за границей, а также подлежащие оплате за границей чеки и векселя в иностранной валюте. Девизы — безналичные деньги.
Дисконт	Discount	Abschlag	Разница между форвардным и спот-курсами, причем курс спот выше форвардного. Ее расчетную базу составляет разница процентных ставок обеих валют за соответствующий срок. См. также: Премия.

Длинная позиция	Long position	Plusposition	Требования в иностранной валюте, содержащие курсовые риски. См. также: Короткая позиция.
Дневной лимит	Daylight limit	Tageslimit	Максимальный валютный или процентный риск, который участнику торгов разрешено взять на себя в течение дня.
Закрытие позиции (покрытие)	To cover	Glattstellen	Покрытие риска открытой валютной или процентной позиции путем заключения встречной сделки.
Заявка на покупку по наименьшей цене	To buy at best	Billigst Order	Поручение на покупку определенной суммы валюты по наименьшей рыночной цене без ограничения курса покупки. См. также: Заявка на продажу по наилучшей цене.
Заявка на продажу по наилучшей цене	To sell at best	Bestens Order	Поручение на продажу определенной суммы валюты по наилучшей рыночной цене без ограничения курса продажи. См. также: Заявка на покупку по наименьшей цене.
Золотой стандарт	Gold standart	Goldstandart	Валютная система, в которой стоимость валюты определяется в золоте. Наличный денежный оборот полностью или в определенной процентной доле обеспечивается золотом.
Европейская валютная система	EMS (European Monetary System)	EWS	Европейская валютная система основана в 1979 г. Ее главные цели — усиление экономического сотрудничества стран — членов EMS и их защита от дестабилизирующего влияния третьих стран. Пределы колебаний валют устанавливались на уровне 2,25%. В 1993 г. они бы-

ли расширены до 15%, исключение составило отношение DEM/NLG, колебание которого оставалось на уровне  $\pm 2,25\%$ .

Европейский опцион	European option	Europäische Option	Вид опциона, который может быть исполнен только в установленную дату.
Европейский платежный союз	EPU (European Payments Union)	EZU	Европейский платежный союз основан 16 странами в 1950 г. с целью создания многосторонней системы платежей и предпосылок для свободной конвертации европейских валют.
Европейское валютное соглашение	EMA (European Monetary Agreement)	EWA	Европейское валютное соглашение было подписано в 1958 г. Валюты стран-участниц обменивались друг на друга и на доллар. Пределы курсовых колебаний устанавливались на уровне $\pm 0,75\%$ .
Еврорынок	Euromarket	Euromarket	Общее понятие для международных денежных рынков и рынков капиталов, на которых торгуют депозитами и кредитами, выраженными в валютах иных, чем валюта страны, где проводятся торги.
Иностранная валюта	Foreign currency	Fremdwährung	Валюта, представляющая законное платежное средство в другой стране, т. е. ее собственниками являются лица, проживающие вне страны происхождения данной валюты.
Интервенция		Intervention	Покупка или продажа центральными банками иностранной валюты на межбанковском рынке или валютной бирже с целью регулирования курса национальной валюты.

Клиринговая палата	Clearing house	Clearingstelle	Расчетная палата на срочной бирже, выступающая в качестве партнера по каждой сделке. Участники биржевой торговли вносят в клиринговую палату страховые залоги, и она ежедневно переоценивает их открытые позиции.
Короткая позиция	Short position	Minusposition	Обязательства в иностранной валюте, которые содержат валютные или процентные риски. См. также: Длинная позиция.
Котировка	To Quote	Stellen	Котировка курсов покупки и продажи.
Кредит "roll-over"	Roll-over Credit	Roll-over Kredit	Средне- и долгосрочные кредиты на евторынке, по которым плавающие процентные ставки фиксируются на установленный период.
Кросс-курс	Cross Rate		Курсы, при которых доллар не является ни торгуемой валютой, ни валютой котировки.
Курс покупки	Bid rate	Geldkurs	Курс, по которому покупается торгуемая валюта. См. также: Курс продажи.
Курс продажи	Offered rate	Briefkurs	Курс, по которому продается торгуемая валюта. См. также: Курс покупки.
Курс с половинной маржей	Lower margin rate	Gespannter Kurs	При расчете валютной сделки с клиентом берется не полная маржа, а половина. Если в расчет принимается четвертая часть обычной маржи, речь идет о курсе с четвертной маржей.
Курс спот	Spot rate	Kassakurs	Курс, выражающий стоимость определенной еди-

ницы торгуемой валюты при заключении сделки спот.

ЛИБОР	LIBOR	LIBOR	Аббревиатура понятия "London Interbank Offered Rate" ("ставка предложения (продавца) на лондонском межбанковском рынке депозитов"). Ведущие лондонские банки ежедневно сообщают свои валютные кредитные ставки для банков равного уровня. На базе этих ставок рассчитывается средняя арифметическая, которую публикует ассоциация британских банкиров.
Ликвидность	Liquidity	Liquidität	Наличные средства, имеющиеся в распоряжении, и активы, быстро превращаемые в денежные средства.
Лимит контрагента	Counterparty limit	Kontrahenten-limit	Максимальная сумма, на которую могут быть заключены все валютные и процентные сделки с торговым партнером.
Лимит позиции	Trading limit	Handelslimit	Ограничение открытой валютной или процентной позиции участника рынка.
Лимитированное поручение (заявка с ограничением цены)	Limit order	Limitierter Auftrag	Поручение на покупку или продажу валюты с заданным максимальным или минимальным курсом, по которому может быть проведена сделка.
Ломаная дата	Broken date	Gebrochener Termin	Нестандартный срок валютирования форвардной сделки. Срок валютирования обычно составляет одну или две недели, а также 1, 2, 3, 6 и 12 месяцев.

Маржа	Margin	Marge	Разница между курсами покупки и продажи. В клиентских сделках используется для обозначения разницы между межбанковскими курсами и курсами и процентными ставками, по которым рассчитываются с клиентами.
Маркет-мейкер	Market Maker		Банки, готовые в торговое время котировать для других банков валютные курсы или процентные ставки некоторых валют.
МВР (Международный валютный рынок)	IMM (International Monetary Market)	IMM	Международный валютный рынок в Чикаго, составляющий подразделение Чикагской торговой биржи. В 1984 г. здесь начали торговать валютными опционами.
МВФ	IMF	IWF	Международный валютный фонд — специальная организация Объединенных Наций, основанная в 1944 г. в Бреттон-Вудсе. Его главными задачами являются обеспечение валютного сотрудничества почти 150 стран-членов и создание благоприятных условий для мировой торговли.
Межбанковский рынок	Interbank Market	Interbankenmarkt	Совокупность межбанковских сделок.
Минимальные резервы	Minimum reserve	Mindestreserve	Деньги, которые коммерческие банки обязаны держать в центральном банке. Уровень минимальных резервов устанавливается центральным банком в фиксированной процентной доле от величины оп-



ределенных депозитных сделок. Как правило, на минимальные резервы не начисляются проценты.

Наличные деньги	Cash money	Bargeld	Деньги в форме монет или банкнот.
Национальная (местная) валюта	Local currency	Heimische Wahrung	Валюта, представляющая законное платежное средство в стране, где ее собственниками являются резиденты.
Немецкая срочная биржа		DTB	Немецкая срочная биржа основана в 1990 г. 16 коммерческими банками для компьютерной торговли фьючерсами и опционами на акции.
Неустойчивость валюты	Volatility	Volatilitat	Возможность колебаний валюты. Внутренняя неустойчивость валюты обусловливается ожиданием ее колебаний в будущем; она является составной частью временной стоимости опциона.
Обратная (косвенная) котировка	Indirect quotation	Mengennotierung	Цена единицы национальной валюты, выраженная в единицах иностранной валюты. См. также: Прямая котировка.
Обратный курс	Vice versa rate	Reziproker Kurs	Валютный курс, который в двух странах выражается по-разному. Валюта, которая в одной стране является торгуемой, в другой стране выступает в качестве валюты котировки. Например, котировка в Германии: FRF/DEM, котировка во Франции: DEM/FRF.
Общая позиция	Overall position		Чистая валютная или процентная позиция без учета разных сроков платежей.

Овернайт-позиция	Overnight position		Позиция в иностранной валюте, которая не покрывается, по меньшей мере, в течение ночи.
Операционный риск	Transaction Risk	Transaktionsrisiko	Риск неблагоприятных изменений валютного курса или процентных ставок. Называется также валютным риском или процентным риском.
Опцион	Option	Optionsgeschäft	Покупатель получает право купить или продать определенную сумму валюты, продавец обязан по желанию покупателя поставить или купить валюту.
Опцион колл	Call option	Kaufoption	Право на покупку определенной суммы валюты по заранее согласованной цене в определенный день или в течение определенного срока. См. также: Опцион пут.
Опцион пут	Put option	Verkaufsoption	Право на продажу определенной суммы валюты по согласованной цене в день исполнения или в течение определенного периода.
Опционная премия	Premium	Optionsprämie	Премия, уплаченная покупателем продавцу опциона. Величина премии складывается из двух стоимостей: внутренней стоимости и временной стоимости.
ОТС (аббревиатура от "Over The Counter")	ОТС	ОТС	Используется для обозначения сделок, которые заключаются на внебиржевом рынке.
Паритет	Parity	Pari	Это понятие используется дилером для обозначения совпадения его котировки с выставленным ему курсом.

Подписчик (продавец)	Writer	Stillhalter	Обозначение продавца опциона.
Подразделение расчетов (бэк-офис, отдел обслуживания валютных операций)	Settlement department (Back-office)	Abwicklungsabteilung	Подразделение (отдел, управление, департамент), в котором обрабатываются валютные и денежные сделки. Главными задачами этого подразделения являются оформление подтверждений и платежей, их контроль, а также контроль за форвардными контрактами. Подразделение расчетов организационно отделено от торговли.
Покрытие	Cover	Eindecken	Это понятие используется, как правило, в ситуации короткой позиции. Проданная иностранная валюта во избежание валютного риска должна быть "покрыта" (куплена). Данное понятие используется также на рынке межбанковских кредитов.
Покупатель (опциона)	Buyer	Optionskaufher	Покупатель опциона получает право в определенный день или в течение определенного срока купить у продавца или продать ему установленную сумму валюты по определенному курсу. За это право при заключении сделки покупатель платит продавцу премию.
Правила торговли	Terms	Usansen	Условия совершения торговых сделок, которые формируются с течением времени; они становятся обычными для всех участников рынка.
Премия	Premium	Aufschlag	Разница между форвардным и спот-курсами, причем курс спот ниже форвардного. Расчетную

базу премии составляет разница процентных ставок обеих валют за соответствующий срок.

Привлечение	To take	Aufnehmen	Понятие денежного рынка, обозначающее привлечение ликвидных средств на определенный срок. См. также: Размещение.
Процент	Interest	Zins	Деньги, выплачиваемые за временное использование предоставленного капитала. Процент выражается в виде процентной ставки за год.
Процентный риск	Interest rate risk	Zinsrisiko	Неопределенность процентных расходов и процентных доходов вследствие изменения уровня и/или структуры процентов.
Прямая котировка	Direct quotation	Preisnotierung	Цена единицы иностранной валюты, выраженная в единицах национальной валюты. См. также: Обратная котировка.
Пункт (пипс)	Point or pip	Punkt oder Stelle	Минимальное изменение валютного курса (шаг цены). Используется для измерения разницы между двумя курсами валюты: между форвардным курсом и спот-курсом, курсами покупки и продажи.
Разбалансированные рынки	Disorderly Markets	Ungeordnete Markte	Этим понятием обозначаются очень неустойчивые рынки с экстремальными курсовыми колебаниями, например когда сильный рост курса валюты делает почти невозможным получить курс продажи этой валюты. В таких случаях центральные банки, как правило, вмешиваются в

механизм рынка, покупая и продавая валюту, чтобы стабилизировать курсы и предотвратить их дальнейшее отклонение.

Размещение	To place	Anlegen	Понятие денежного рынка, означающее вложение ликвидных средств на определенный срок. См. также: Получение.
Расчет процентов	Calculation of interest	Zinsberechnung	При расчете процентов на евროрынке принимается во внимание определенное число дней в году и в месяцах. Как правило, расчет производится на основе 360 дней в году и точного числа дней в месяцах. В английской практике расчета для некоторых валют используются год с 365 днями и месяцы с точным числом дней. Расчет процентов для денежных депозитов и кредитов внутри страны проводится по методике, принятой в соответствующей стране.
Ревальвация	Revaluation	Aufwertung	Повышение курса валюты. Для валют с фиксированными обменными курсами ревальвация осуществляется органами власти, для валют со свободно плавающими курсами — на рынке вследствие превышения спроса над предложением. См. также: Девальвация.
Риск исполнения (поставки)	Delivery risk	Erfüllungsrisiko	Риск того, что партнер по сделке не сможет выполнить свои обязательства и непоставленная им сумма будет покрыта по неблаго-

			приятному текущему курсу. Обозначается также в качестве риска поставки.
Риск платежа (расчетный)	Settlement risk	Anschaffungsrisiko	Риск, характеризующий возможность непоставки валюты одним из партнеров валютной сделки, когда другим партнером оплата уже произведена.
Своп-сделка	Swap transaction	Swappeschaft	Одновременное заключение сделки спот и противоположной форвардной сделки между одними и теми же контрагентами.
Своп-ставка	Swap rate	Swapsatz	Разница процентов между спот- и форвардным курсами, выраженная в пунктах. В зависимости от структуры процентов составляет дисконт или премию.
Сделка спот	Spot transaction	Kassageschäft	Валютная сделка, по которой платежи осуществляются на второй рабочий день после заключения сделки.
Система валютных курсов	Monetary system	Wechselkurs-sistem	Курсовые колебания валют, принадлежащих к валютным системам, могут быть связаны полностью (система фиксированных курсов) или ограничены установленными пределами.
Система SWIFT (аббревиатура от "Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication")	SWIFT		Межбанковская электронная система передачи информации и совершения платежей, основана в 1973 г. 239 банками с целью скоростной электронной передачи платежных поручений. В настоящее время через систему проходит свыше 1 млн. поручений и сообщений.

Смитсоновское соглашение	Smithsonian agreement		В 1971 г. страны — члены Бреттон-Вудской системы в Смитсоновском институте в Вашингтоне установили новые обменные курсы и пределы колебаний своих валют.
Спот-некст	Spot/Next		Краткосрочная своп- или процентная сделка с совершением обратной сделки на следующий рабочий день.
Спред	Spread	Spanne	Разница между курсами продажи и покупки при котировке валюты.
Средний курс (фиксинг)	Fixing	Mittelkurs	См.: Официальная котировка.
Страновой риск	Country risk	Länderrisiko	Риск того, что партнер по сделке из-за политических событий или законодательных ограничений в своей стране не сможет выполнить платежные обязательства.
Стратегическая позиция	Strategic position	Strategische Position	Открытая форвардная позиция, используемая для получения прибыли от предстоящего изменения курсов в течение определенного срока или в день платежа.
Счет лоро	Loro Account	Lorokonto	Корреспондентский счет банка А, который ведет банк Б со своей позиции.
Счет ностро	Nostro account	Nostrokonto	Корреспондентский счет банка А, который ведет банк Б с позиции банка А.
Том-некст	Tom/Next		Краткосрочная своп-сделка, которая фактически начинается завтра (на следующий рабочий день) и заканчивается послезавтра.

Торговый (рабочий) день	Trading day	Abschlussdatum	День, в который заключаются соглашения о процентных и валютных сделках.
Торгуемая валюта	Trade currency	Handelswahrung	Валюта, которая торгуется кратными стандартными единицами и цена которой выражается в переменных единицах другой валюты. См. также: Валюта котировки.
Трансфертный риск	Transfer risk	Transferrisiko	Опасность изменения порядка платежей по валютным операциям, при котором могут возникнуть процентные и курсовые потери.
Фиксирг	Fixing	Amtliche Notierung	Официальное установление валютных курсов. На Франкфуртской валютной бирже проводится ежедневно в 13.00 официальным курсовым маклером для 17 валют.
Финансовый фьючерсный контракт	Financial futures contract	Finanz-Future	Стандартный биржевой контракт на куплю-продажу валюты или финансовых инструментов. Финансовый фьючерсный контракт — стандартизованное безусловное соглашение о поставке или принятии торгуемой суммы в согласованный срок по заранее установленному курсу.
Форвардная сделка	Forward transaction	Termingeschaft	Соглашение двух сторон о конвертации одной валюты в другую в течение срока большего, чем два рабочих дня после заключения сделки (также Outright).
Форвардная сделка с временным опционом	Forward contract with time option	Zeitoption	Форвардная сделка с временным опционом имеет твердый срок и опционный период. В течение оп-



ционного периода покупатель (или продавец) может купить (продать) всю сумму валюты или ее часть; позднее, в день платежа, вся сумма должна быть востребована полностью.

Форвардный курс аутрайт	Outright kurs	Terminkurs	Курс форвардной валютной сделки. Этот курс фиксируется в день заключения сделки и действителен в день ее исполнения.
Форекс-клуб	Forex Club		Организация, основанная банками — активными участниками международной валютной торговли с целью установления профессиональных стандартов и норм поведения на валютном рынке.
Цена исполнения (цена "страйк")	Strike price	Basispreis	Фиксированный курс валюты в опционном контракте, по которому покупатель контракта может купить или продать иностранную валюту.
Цены открытия биржи (начальные цены)	Initial Quotation	Kurstaxe	Начальные цены покупки и продажи, названные в начале торгов на валютной бирже. Разница между этими ценами уменьшается до тех пор, пока не будет установлен курс, по которому могут быть выполнены все поручения на покупку и продажу.
ЭКЮ	ECU (European Currency Unit)	ECU	Европейская валютная единица. ЭКЮ является искусственно созданной валютой на базе "корзины" валют стран — членов европейской валютной системы (EMS). ЭКЮ

используется в качестве торгового инструмента, а также служит в EMS расчетной единицей для требований и обязательств стран—членов этой системы. Центральные банки государств Европейского союза применяют ЭКЮ в качестве платежного средства и инструмента резервирования.

---

ISO-коды	ISO-Codes	Алфавитное обозначение кодов валют, используемых в международных платежах. Код отдельной валюты состоит из трех букв: первые две буквы обозначают страну, третья — валюту.
----------	-----------	--

---

## 14.2. Профессиональные обороты

Скорость, с которой торговые сделки заключаются по телефону, обусловила появление профессиональных оборотов в валютной торговле, которые используются также и в новых средствах коммуникации.

Приведем некоторые характерные обороты:

- Быть на рынке — быть вне рынка

Банк, выставляющий курсы для других участников рынка и поддерживающий постоянные контакты с банками и брокерами, находится “на рынке”. Банки, не принимающие активное участие в работе рынка, находятся “вне рынка”.

- Твое — мое

При заключении валютной сделки на продажу часто используется выражение “твое” вместо “я продаю тебе”. При покупке применяется выражение “мое” вместо “я покупаю у тебя”.

- У меня Bid — у меня Offer

Эти обороты используются преимущественно между банками и брокерами. Дилер, который имеет, например, при котировке USD/DEM “Bid 1,6510”, хотел бы купить доллары по этому курсу. Тот, у которого “Offer 1,6520”, хотел бы по этому курсу продать.

- Cable (“кейбл”) — Общепотребимое обозначение курса GBP/USD

- Disorderly markets

Этим понятием характеризуются очень неустойчивые рынки с экстремальными курсовыми колебаниями. Если, например, происходит стремительный рост курса валюты и почти невозможно подерживать ее курс продажи, говорят о *disorderly markets*. В рыночную ситуацию в таких случаях часто вмешиваются центральные банки, которые, покупая и продавая валюту, стремятся стабилизировать динамику курса и предотвратить его дальнейшее повышение.

- Рассчитать курс

Это выражение используется в основном на валютных биржах. После соотнесения первых поручений на куплю-продажу, а также объявления цены открытия биржи (начальной цены) брокер уменьшает разницу до тех пор, пока все поручения на куплю и продажу “по любому курсу” не смогут быть исполнены по единому курсу.

- Котировать курс — ставить курс

Дилер, который называет валютный курс партнеру, “ставит” или “котирует”.

- Курс идет в неправильном — правильном направлении

Для дилера “курсы идут в неправильном направлении”, когда динамика курсов не соответствует его ожиданиям. “Курсы идут в правильном направлении”, когда курсовые ожидания продавца исполняются.

- Красить курс

Ситуация, когда котировщик на запрос хотя и называет курсы Bid и Offer, но через предельно высокий курс Bid или очень низкий Offer преследует свои особые интересы.

- Закрывать (“скверить”) позицию

Это понятие используется в основном при выравнивании короткой позиции, хотя может характеризовать и закрытие длинной позиции. В последнем случае оно равнозначно “ликвидации” и “выравниванию”.

- Открытая позиция

Короткая или длинная позиция, которая некоторое время не выравнивается и потому содержит риски. Понятие “открытая позиция” используется при валютных и процентных сделках.

- Короткая позиция — длинная позиция

Дилер говорит о короткой позиции, когда иностранной валюты продается больше, чем имеется на счетах банка. В противополож-

ность этому речь идет о длинной позиции, когда требования в иностранной валюте превышают обязательства.

- Позиция ликвидируется/позиция выравнивается

Выравнивание длинной или короткой позиции в иностранной валюте посредством противоположной сделки.

- Подписка опциона

Так обозначается продажа опциона. Продавец опциона в этом случае называется подписчиком.

- Match — Mismatch

Если валютные и процентные позиции выравниваются по суммам, но не выравниваются по срокам, говорят о “mismatch”.

- Big figure

Обозначение определенных десятичных знаков при курсовых котировках. Если в курсах называются два знака после запятой, то первый десятичный знак является big figure. Если курс котируется с четырьмя знаками после запятой, то big figure составляет второй знак после запятой. В курсе USD/DEM 1,6530 big figure 5. При котировках в межбанковской торговле первая часть курса, включая big figure, обычно известна заранее и не называется.

### 14.3. ISO-коды валют

В табл. 4 приведены коды наиболее используемых валют. Официальные списки содержат коды валют почти всех стран мира.

Таблица 4. Важнейшие ISO-коды (по состоянию на 01.10.94 г.)

ISO-коды	Валюта	Страна	В EMS да/	В "корзине" ЭКЮ да/	Число единиц <sup>1</sup>	Число десятичных знаков <sup>2</sup>
ATS	Шиллинг	Австрия	—	—	2	3
AUD	Австралийский доллар	Австралия	—	—	1	4
BEF	Франк	Бельгия	да	да	2	4
BRC	Крузейро	Бразилия	—	—	2	4
CAD	Канадский доллар	Канада	—	—	2	4
CHF	Франк	Швейцария	—	—	2	3
CNY	Юань	Китай	—	—	2	4
DEM	Марка	Германия	да	да	2	—
DKK	Крона	Дания	да	да	2	3
ESP	Песета	Испания	да	да	2	4
FFM	Марка	Финляндия	—	—	2	3
FRF	Франк	Франция	да	да	2	3
GBP	Фунт	Великобритания	—	да	1	4
GRD	Драхма	Греция	—	да	2	4
HKD	Гонконгский доллар	Гонконг	—	—	2	2
IEP	Фунт	Ирландия	да	да	1	4
INR	Рупия	Индия	—	—	2	2
ITL	Лира	Италия	—	да	3	4
JPY	Иена	Япония	—	—	2	4
LUX	Франк	Люксембург <sup>3</sup>	да	да	2	3
MAD	Дирхем	Марокко	—	—	2	2
NLG	Гюльден	Нидерланды	да	да	2	3

Продолжение

NOK	Крона	Норвегия	—	—	2	3
NZD	Новозеландский доллар	Новая Зеландия	—	—	1	4
PTE	Эскудо	Португалия	да	да	2	4
SEK	Крона	Швеция	—	—	2	3
SGD	Сингапурский доллар	Сингапур	—	—	2	2
USD	Американский доллар	Соединенные Штаты Америки	—	—	1	4
XEU	ЭКЮ	ЕС-валюта	да	—	1	4
ZAR	Рэнд	Южная Африка	—	—	1	4
XAU	Золото	—	—	—	—	—
XAG	Серебро	—	—	—	—	—

<sup>1</sup> Число единиц валюты, обозначающих курс: 1=1, 2=100, 3=1000, 4=10 000 и т.д.

<sup>2</sup> Число десятичных знаков при котировках.

<sup>3</sup> Денежная единица Бельгии.