

## ОСОБЕНОСТИ ПРИ ДЕФИНИРАНЕ НА ВАЛУТНИЯ РИСК

[Докторант Ирена Николова](#)

Нов български университет

**Резюме:** В условия на икономическа и финансова криза управлението на риска е един от методите за намаляване на негативния ефект върху дейността на отделните компании. Валутният риск като част от целия риск в една компания оказва както пряко, така и косвено влияние при осъществяването на нейната дейност. В настоящата студия се разглеждат факторите, влияещи на валутния риск, неговите проявления на отделните икономически нива, както и видовете откритости на риска.

**Ключови думи:** валутен риск, фактори, влияещи на валутния риск, бизнес цикли, проявления на валутния риск, външен дълг, валутни резерви, външна търговия, налична откритост, счетоводна откритост, икономическа откритост.

### SPECIFICS IN THE DEFINITION OF CURRENCY RISK

[Irena Nikolova](#)

New Bulgarian University

**Abstract:** Risk management is one of the tools for diminishing the negative effect on the companies in the non financial sector in times of economic and financial crisis. The foreign exchange risk as a part of the whole risk in a company has a direct as well as indirect influence on its corporate activities. The factors that influence the foreign exchange risk, the different economic levels and the foreign exchange risk as well as the various exposures to the risk are presented in this paper.

**Key words:** foreign exchange risk, factors that influence the foreign exchange risk, business cycles, economic levels and foreign exchange risk, foreign debt, foreign reserves, foreign trade, transaction exposure, translation exposure, economic exposure.

#### Увод

*Актуалност.* В България след въвеждането на системата на валутен борд през 1997 г. и поддържането на фиксиран валутнокурсен режим на българския лев първоначално към германската марка, а от 1999 г. към еврото, влиянието на промените във валутния курс върху икономиката и отделните компании в България е минимално и почти липсва, в случаите когато това се отнася до страните от еврозоната. Това означава, че компаниите не са пряко изложени на валутен риск при извършване на своята дейност в евро, респективно в лева. Освен това очакваното кандидатстване на страната за членство във валутнокурсния механизъм ERM 2, а впоследствие и приемането ни в

Ирена Николова

еврозоната, са перспективите пред страната за нейното развитие в рамките на Единния пазар. За целта колебанията на единната валута и нейните позиции на международните пазари е необходимо да бъдат анализирани още преди приемането ѝ за официално платежно средство в страната, както и отражението на тези колебания върху дейността на компаниите. В настоящата студия акцентът е поставен върху дефинирането на валутния риск и къде в дейността на компаниите той се намира.

*Обект.* Обектът на изследване е валутният риск в нефинансовия (реалния) сектор на страната.

*Предмет.* Предметът на изследване са отделните елементи, необходими за дефиниране на валутния риск с цел неговото ефективно управление от страна на компаниите.

*Цел.* Целта на настоящата студия е да се анализира състоянието на проблема, свързан с дефинирането на валутния риск и да се представят конкретните отритости на валутния риск в компаниите.

*Задачи.* Поставената цел е постигната чрез решаването на следните задачи:

- да се разгледат факторите, които влияят на валутния риск в краткосрочен и дългосрочен план;
- да се представят проявленията на валутния риск на макроикономическо и микроикономическо ниво;
- да се анализират видовете валутнокурсони отритости, както и тяхното влияние върху дейността на компаниите.

*Методика.* В рамките на общата методика на изследването са застъпени и приложени теоретико-емпиричният метод, който да се основава на анализа на емпирични данни, както и логическият, статистическият и исторически метод за оценка на икономическите процеси, влияещи върху рисковите фактори.

*Ограничителни параметри.* Особеностите на валутния риск се разглеждат по отношение на нефинансовите компании.

### **Фактори, влияещи на валутния риск**

В условията на процеса на глобализиране на икономиката и при състоянието на икономическа и финансова криза, все по-значими са въпросите,

Ирена Николова

свързани с управлението на риска в една компания<sup>1</sup> от нефинансовия сектор. От една страна управлението на риска е задължително както за намаляване на настоящите и потенциалните бъдещи загуби за компанията и нейната финансова сигурност, така и е необходимо за поддържане на конкурентните предимства спрямо съперниците на динамично развиващия се пазар и запазване, и евентуално разширяване на настоящата позиция след преминаването на кризата. Управлението на риска в условията на криза поставя и нови предизвикателства пред развитието на отделните сектори от икономиката, както и заемането на определени сегменти от пазара след преминаването на икономическата и финансова криза.

Предвид факта, че в областта на икономиката и финансите еднозначно дефиниране на понятието „валутен риск” няма, в настоящото изследване са представени отделните икономически нива, при които се среща този вид риск. В третата част на изследването се разглеждат видовете откритости на валутния риск, както и особеностите, които се проявяват при всеки един от тях.

В *по-общ или широк смисъл чрез понятието „валутен риск”*<sup>2</sup> се определя рискът, който възниква от промените във валутните курсове. Необходимо е да се посочи, че до 70-те години на XX век в световната икономика съществува системата на фиксирани валутни курсове, където колебанията при валутите се определят от правителствата и се движат в предварително планирани граници (Коландър, 1999 г.)<sup>3</sup> и (Масларов, 2001 г.)<sup>4</sup>. След разпадането на Бретънуудската система и прилагането на променливите валутни курсове, колебанията при повечето валути вече не се регулират от правителствата, а от пазарните фактори. Така влиянието от резките промени във валутните курсове, съответно на валутния риск върху дейността на отделните компании и икономиката като цяло, се увеличава.

---

<sup>1</sup> Понятието „компания” в настоящото изследване се разглежда като синоним за посочените в Търговския закон понятия „дружество” и „предприятие”. Това е свързано и с международната терминология в тази област, където се употребява термина „компания”, особено в областта на икономиката и финансите. Когато е необходимо и изясняването на проблематиката го изисква, се посочват особеностите на отделните компании в контекста на разглеждания казус и се прави съпоставяне с изискванията в българското законодателство.

<sup>2</sup> На английски език понятието „валутен риск” се среща като “foreign-exchange risk”, “exchange-rate risk” и по-рядко като “currency risk”.

<sup>3</sup> Коландър, Д. Основи на икономиката. Том 1. Макроикономика. Университетско издателство „Св. Климент Охридски”, София, 1999 г., стр. 411-417.

<sup>4</sup> Масларов, Св. Валута и международни финанси. Princeps, София, 2001 г., стр. 286-296.

Ирена Николова

Предвид факта, че валутните курсове са основната „причина“ за наличието на валутен риск, в началото на настоящото изследване се разглеждат факторите, които оказват влияние върху колебанието на валутните курсове. Някои автори (Миркович, 2000 г.)<sup>5</sup>, (Савов, 1997 г.)<sup>6</sup>, (Коландър, 1999 г.)<sup>7</sup> представят обобщено факторите, които водят до промени в търсенето и предлагането на валута, а оттам и до изменения във валутните курсове. Тези фактори са доходите на населението, равнището на цените на продуктивния пазар, промените в лихвените проценти, предпочитанията на потребителите, движението на капитала, очакванията на икономическите агенти, макроикономическата политика на държавата.

**Фигура 1. Фактори, които влияят върху колебанията на валутните курсове**



<sup>5</sup> Миркович, К. Международна икономика. Тракия-М, София, 2000 г., стр. 201.

<sup>6</sup> Савов, С. Макроикономика. 4-то издание, Тракия-М, София, 1997 г., стр. 357-359.

<sup>7</sup> Коландър, Д. Основи на икономиката. Том 1. Макроикономика. Университетско издателство „Св. Климент Охридски“, София, 1999 г., стр. 404.

Според други (Стоименов, 2002 г.)<sup>8</sup>, (Mishkin, 1998)<sup>9</sup> факторите, които оказват влияние върху валутните курсове се разделят на дългосрочни (относителни нива на цените, измененията в паричната маса, производителността, държавно регулиране чрез тарифите и квотите, внос и износа от съответната страна, брутен вътрешен продукт) и краткосрочни (промяна в лихвените проценти, очаквания за промяна от страна на участниците, психологически фактори). Трябва да се посочи, че основните фактори, които се определят от всички автори са: относително ценово равнище, внос и износ, промени в лихвените проценти, очакванията на участниците на пазара.

За целите на настоящото изследване, факторите, които оказват влияние върху колебанията на валутните курсове се разглеждат в краткосрочен и дългосрочен период, като в представената Таблица 1 се разглеждат как в промените при факторите се отразяват на курса и на местната валута.

Обикновено промяната при всеки един от тези фактори води до изменение при валутните курсове. В повечето случаи те действат едновременно в практиката, а не независимо един от друг, което прави разграничаването на взаимовръзката между отделните фактори и валутните курсове значително по-сложна. В дългосрочен план може да бъде наблюдавана връзката между факторите и валутния курс, докато при краткосрочния хоризонт много по-динамично протичат процесите и ефекта върху промяната на курсовете може след определен период от време да е противоположна, особено при психологическите фактори и очакванията на участниците на пазара. Така промяната при валутните курсове може да е с много по-малка продължителност от предварително очакваната и то в случаите, когато няма „потвърждение” от няколко фактора за посоката при промяната във валутните курсове.

---

<sup>8</sup> Стоименов, М. Международни финанси. „Очи”, София, 2002 г., стр. 183-187.

<sup>9</sup> Mishkin, F. The Economics of Money, Banking and Financial Markets. 5<sup>th</sup> Edition, Addison-Wesley, 1998, pp. 169-179.

Ирена Николова

**Таблица 1. Зависимост между факторите и валутния курс в дългосрочен и краткосрочен план<sup>10</sup>**

	<b>Фактори</b>	<b>Изменение при факторите</b>	<b>Промяна при валутния курс</b>
<b>Влияние върху валутния курс в дългосрочен план</b>	<i>Относително ценово равнище</i>	Повишаване при цените (инфлация) в страната спрямо останалите	Понижение на валутния курс Обезценяване на местната валута
		Понижаване на ценовото равнище в страната спрямо останалите	Повишаване на валутния курс Повишаване стойността на местната валута
	<i>Държавно регулиране чрез тарифи и квоти</i>	Налагане на повече тарифи и квоти на страната спрямо друга	Повишаване на валутния курс Повишаване стойността на местната валута
		Ограничаване на тарифите и квотите на страната спрямо друга	Понижение на валутния курс Обезценяване на местната валута
	<i>Внос и износ</i>	Повишаване на вноса (повишение при търсенето на вносни стоки)	Дефицит по търговската сметка Понижение на валутния курс Обезценяване на местната валута
		Повишаване на износа (повишено търсене на местни стоки за износ)	Активно салдо по търговската сметка Повишаване на валутния курс Повишаване стойността на местната валута
	<i>Производителност</i>	Повишаване на производителността (увеличава се търсенето на местни стоки)	Повишаване на валутния курс Повишаване стойността на местната валута
		Спад в производителността (намалява търсенето на местни стоки)	Понижение на валутния курс Обезценяване на местната валута

<sup>10</sup> Като основа за представената таблица се прилагат, направените изводи на стр. 173 от Mishkin, F. The Economics of Money, Banking and Financial Markets. 5<sup>th</sup> Edition, Addison-Wesley, 1998 и стр.183-185 от Стоименов, М. Международни финанси. „Очи”, София, 2002 г.

Влияние върху валутния курс в краткосрочен план	<i>Изменения в лихвените проценти</i>	Повишаване на лихвените проценти	Повишава се привлекателността на местната валута за инвеститорите Повишаване на валутния курс Повишаване стойността на местната валута
		Понижение на лихвените проценти	Понижение на валутния курс Обезценяване на местната валута
Влияние върху валутния курс в краткосрочен план	<i>Макроикономическа политика на държавата</i>	При резки (негативни) промени в монетарната и фискална политика на страната (промяна на валутния режим)	Понижение на валутния курс Обезценяване на местната валута
		При провеждането на ясна и последователна макроикономическа политика (инвеститорите са запознати)	Повишаване на валутния курс Повишаване стойността на местната валута
	<i>Очаквания на участниците на пазара</i>	При очаквания за повишаване на валутния курс (допълнителни фактори определят нагласите на инвеститорите)	В краткосрочен период валутният курс се повишава
		При очаквания за спад във валутния курс	Понижение на валутния курс

Разгледаните фактори, които влияят върху валутния курс са част от т.нар. фундаментален анализ, който се използва от участниците на финансовите и валутните пазари при вземането на решения за покупката или продажбата на валута. Освен макроикономическите индикатори в този вид прогнозиране на валутните курсове се включват и финансови фактори за развитието на дадена компания или сектор от икономиката.

Другият вид анализ, прилаган на тези пазари е техническият, при който се прогнозира бъдещите движения на валутните курсове чрез изучаването на историческите котировки и колебания на една валута спрямо друга и обема на продаваната валута за даден период от време. При този вид подход към пазара основен инструмент на анализа е статистиката и натрупаната информация за историческите стойности на валутните курсове. Обикновено участниците на валутните пазари при използването на техническия анализ разчитат на

Ирена Николова

психологическите фактори за вземането на дадено решение. Освен това те до голяма степен определят и тяхното поведение на пазара. Целта на този вид подход към пазарите е да се наблюдава и прогнозира движението на валутните курсове до настоящия момент и на тази база да се разгледа въздействието на финансовите и валутните пазари върху дейността на отделните компании.

Важно място при разглеждане на факторите, които оказват влияние върху колебанията на валутните курсове заема теорията за цикличността<sup>11</sup> на процесите на макроикономическо ниво, според която през определен период от време процесите на възход и спад (Коландър, 1999 г.)<sup>12</sup> или колебанията (Morley and Piger, 2010)<sup>13</sup> в икономическата дейност се повтарят, обикновено в дълготрайна възходяща тенденция, като това се дефинира като цикъл. Обикновено икономическата активност или дейност се измерва чрез нивата на заетост, относителното ниво на цените, производството и други макроикономически показатели, част от които представляват и факторите, влияещи върху валутните курсове, но при анализирането на бизнес циклите те се разглеждат комплексно, а не поотделно. Колебанията в икономическата активност се отразяват и като движение по кривата на жизнения цикъл<sup>14</sup> на една икономика, като с цикъл или бизнес цикъл се обозначава преминаването през всеки един от етапите на възстановяване, ръст, криза и депресия.

Различен подход за обяснението на цикличността на процесите в икономиката се представя от други изследователи и учени в областта на макроикономиката. Според Австрийската школа (Лудвиг фон Мизес<sup>15</sup> и Фридрих Хайек) бизнес циклите в икономиката се дължат на несъответствието в структурата на падежа на активите и пасивите в банковата система (Bagus, 2010).<sup>16</sup> Обяснението е, че поради намаляването на лихвените проценти по

---

<sup>11</sup> Проследяването на процесите в икономиката и потвърждаването на тяхната периодичност на макроикономическо ниво е анализирана по-подробно в икономиките с утвърдени пазарни отношения (САЩ, Великобритания), където теорията за цикличността намира потвърждение според различни критерии.

<sup>12</sup> Коландър, Д. Основи на икономиката. Том 1. Макроикономика. Университетско издателство „Св. Климент Охридски“, София, 1999 г., стр. 141.

<sup>13</sup> Morley, J. and J. Piger. The Asymmetric Business Cycle. Washington University in St. Louis and University of Oregon, March 2010, pp.1.

<sup>14</sup> Понятието „жизнен цикъл“ или „крива на жизнения цикъл“ се използва сравнително по-често за означаване развитието на отделните компании при изготвянето на корпоративните стратегии. В областта на маркетинга обикновено се разглежда жизнения цикъл на продукта на даден пазар.

<sup>15</sup> Mises, L. The Theory of Money and Credit, Yale University Press, 1953.

<sup>16</sup> Bagus, P. Austrian Business Cycle Theory: Are 100 Percent Reserves Sufficient to Prevent a Business Cycle?, *Libertarian Papers* 2, 2/2010, pp.1-2.



Ирена Николова

време на кредитна експанзия, се насърчават дейности, които не винаги са рентабилни (Ангелов, м. март 2010 г.)<sup>17</sup>.

В зависимост от това на какъв етап от един цикъл се намира икономиката, факторите, влияещи на валутните курсове се променят по различен начин. Ето защо фазите, през които преминава цикъла са от особено значение за определяне на тенденциите при колебанията във валутните курсове, както и за очакванията за следващите етапи от развитието на дадена икономика.

Съществуват различни възгледи за това кои са фазите в един бизнес цикъл, като в повечето случаи се дефинират четири основни фази, които се обозначават по следния начин: оживление (възстановяване), подем (ръст), криза (спад) и депресия или рецесия. Обикновено чрез представянето на повече фази при модела на жизнения цикъл, процесите, характерни за всеки един етап, се разгледани по-детайлно.

Трябва да се отбележи, че избора за броя на фазите в бизнес цикъла зависи и от критериите и съответно причините довели до подобни изводи. В началото на XX век повечето изследователи са разглеждали бизнес цикъла, като съставен от три ясно разграничаващи се, но последователно протичащи фази, през които обикновено се описват и процесите в икономиката. Предвид по-динамично развиващите се макроикономически процеси след средата на миналия век се налага и включването на още една фаза от страна на повечето изследователи, чрез която да се представят по-ясно настъпващите промени в бизнес средата.

Така например Клемент Жуглар (Clément Juglar) определя три фази, през които преминава всеки цикъл: процъфтяване, криза, ликвидация, като акцента от негова страна се поставя върху кризата (Besomi, 2005).<sup>18</sup> Николай Кондратиев (Nikolai Kondratiev/ Kondratieff), който има значителен принос в областта на теорията за цикличността и най-вече при определянето на дългите цикли в икономиката (Кондратьев, 1989)<sup>19</sup>, представя също три фази на цикъла: подем,

---

<sup>17</sup> Ангелов, Г. Биография на Фридрих Хайек, <http://georgiangelov.com/>, м. март 2010 г.

<sup>18</sup> Besomi D. Clément Juglar and the Transition From Crises Theory to Business Cycle Theories. Paper prepared for a conference on the occasion of the centenary of the death of Clément Juglar, Paris, December 2005, pp. 7-8.

<sup>19</sup> Кондратьев, Н. Проблемы экономической динамики, Экономика, Москва, 1989, стр. 174.

Ирена Николова

криза и депресия, докато Йозеф Шумпетер (Joseph Schumpeter) определя четири фази: подем, рецесия, депресия и възстановяване (Schumpeter, 1939).<sup>20</sup>

Според някои автори (Коландър, 1999 г.)<sup>21</sup> фазите в икономическия цикъл се състоят от експанзия, връх, спад, рецесия, депресия, падина, подем. В случаите, когато икономическата дейност се развива с бързи темпове и се достигат значително високи нива на брутният национален продукт, се говори за бум. Освен това не е необходимо една икономика да премине през фазата на депресия, за да започне нейното възстановяване, но задължително се достига до най-ниската точка, която се определя като падина или дъно и това също може да стане в рамките на рецесията. Обикновено се приема, че по време на депресията макроикономическите показатели се влошават повече в сравнение с рецесията. Разбира се, ако не се посочи изрично това разграничаване между двете фази, се приема, че рецесията или депресията е фазата с най-неблагоприятни последици за икономиката.

Теорията на Харвърдския университет, която е разработена в началото на XX в., също допуска в един цикъл да има повече фази, като тяхната последователност е депресия, възстановяване, процъфтяване, финансово напрежение и индустриална криза (Bronson, 2002)<sup>22</sup>.

В настоящото изследване се разглеждат четири фази на бизнес цикъла, а именно криза, депресия, подем и ръст, които са представени с цел по-добрия анализ на колебанията на валутните курсове при отделните фази.

Важен момент в един цикъл на макроикономическо ниво е кризата, която е ключов елемент за бъдещото развитие на съответната икономика. Когато икономиката е във фаза „криза“ се наблюдава постепенно или внезапно забавяне на растежа, увеличаване на нереализираната на пазара продукция и обявените в несъстоятелност банки и компании, което води и до увеличение на безработицата и намаляване нивото на работната заплата. Така през този период

---

<sup>20</sup> Schumpeter, Joseph. *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York Toronto London : McGraw-Hill Book Company, 1939, p. 156.

<sup>21</sup> Коландър, Д. *Основи на икономиката*. Том 1. Макроикономика. Университетско издателство „Св. Климент Охридски“, София, 1999 г., стр. 143-144.

<sup>22</sup> За означаване на четирите етапа от жизнения цикъл се използват и имената на сезоните: - оживление – пролет, подем – лято, криза – есен, депресия – зима. Bronson, B. *A Forecasting Model That Integrates Multiple Business and Stock Market Cycles*, Bronson Capital Market Research, [www.financialsense.com](http://www.financialsense.com), 2002.

Ирена Николова

основните макроикономически показатели се влошават, както и цялата икономическа среда.

При анализирането на *кризата* като фаза от бизнес цикъла, трябва да се имат предвид нейните две направления, съществени за всеки модел на жизнения цикъл. Освен своята „разрушителна“ или „деструктивна“ роля тя има и друга „градивна“ функция<sup>23</sup>, която е изключително важна за планирането на бъдещото развитие на икономиката, тъй като промяната в посоката на процесите стартира именно през този период. От начина, по който се реагира по време на криза зависи и колко продължителна и с какви тежки последици ще е депресията, тъй като още на тази фаза икономиката има възможност да започне подготовка за периода на подем.

Следващата фаза от жизненият цикъл на икономиката е *депресията*, когато се достига „дъното“ или най-ниската точка в кривата на цикъла. Депресията е необходимата фаза, през която трябва да премине пазарната икономика, за да може тя се „излекува“ от нездравите и неефективни компании, които са създадени по време на предходния ръст (Ротбард, 2010г.).<sup>24</sup> Тази фаза може да се раздели условно на две: първата е преди да се достигне до най-ниската точка (падина или дъно) и втората след преодоляване на дъното. През първия период на депресията, икономиката продължава да търпи загуби, които се изразяват в намалено производство, висок дял на безработицата, все още нарушени взаимоотношения между икономическите субекти, но дела на обявените в несъстоятелност и ликвидация предприятия постепенно намалява.

През втория период на депресията, след преодоляването на най-ниската точка, постепенно се наблюдава регулиране на отношенията, като предлагането отговаря на по-малкия обем търсене, т.е. постига се равновесие между търсеното и предлагането. В същото време има признаци и за преминаване на настъпилата депресия, изразяващи се в постепенното разширяване на производството и увеличаване на търсенето, внедряване на нови технологии и нововъведения в производство. Останалите икономически показатели, по които

---

<sup>23</sup> Например, за К. Жугляр периодът на криза се счита за оздравяващ за икономиката фактор, тъй като води до намаляване на цените и ликвидиране на предприятия, създадени за изкуствено разширяване на търсенето.

<sup>24</sup> Ротбард, М. Икономическите депресии: причини и депресии. Сборник „Кой е виновен за кризата? Отговорът на австрийската икономическа школа. Сиела, София, 2010 г., стр. 122.

Ирена Николова

се наблюдават процесите в една икономика също отразяват предстоящото развитие.

По време на *подема*, икономиката постепенно започва да възстановява своите позиции от периода преди настъпването на депресията, като вече въведените нови технологии и иновации влияят върху процесите на увеличаване на търсенето, намаляване на безработицата, създаването на нови възможности за производство. Възстановяват се нормалните отношения между икономическите субекти, като се търсят нови възможности за отделните сектори в икономиката и тяхната бъдеща роля на пазара.

След периода на *подем*, икономиката навлиза в следващата и последна фаза от жизнения цикъл, а именно *ръста*. През този етап се достига „върха” или най-високата точка от кривата на един цикъл. Процесите, които описват тази фаза се определят като по-добри от предкризисния период, съществува увеличаване на търсенето и предлагането, повишаване на приходите от производство, както и на самата производителност, намаляване на безработицата, активно прилагане на внедрените вече нови технологии и идеи в производството.

Съществуват различни възгледи (Cameron, 2005)<sup>25</sup> за това кое определя цикличността на процесите в икономиката и каква е продължителността на един цикъл. В зависимост от това могат да се обособят следните теории: теория за кратките цикли, теория за междинните или средни цикли и теория за дългите цикли в икономиката<sup>26</sup>. Тази теоретична база дава възможност за определяне на състоянието и предпоставките за развитие на една икономика, както и създаването на благоприятна среда за отделните компании, като те имат възможност да планират промените във факторите на външната среда и съобразят своите корпоративни стратегии.

Като основна тенденция, която се наблюдава при цикличността на процесите на макроикономическо ниво, е постепенното намаляване на периода, през който се повтаря настъпването на кризата, както и на всеки едни от останалите фази от жизнения цикъл. Това до голяма степен се определя и от

---

<sup>25</sup> Cameron, J. How to ride the cycles. Berkeley Futured Ltd., <http://www.usastores.com/Consensus/>, 2005.

<sup>26</sup> Като понятие в литературата се среща „теорията за дългите цикли (вълни). Предвид разглеждането на влиянието на промените в икономиката върху колебанията на валутните курсове, разграничението на отделните доказани по продължителност цикли са разделени на теория за кратките цикли, теория за средните цикли и теория за дългите цикли.

Ирена Николова

динамичното протичане на процесите от началото на миналия век до настоящият момент и най-добре се очертава при кратките вълни в икономиката.

#### *Теория на кратките цикли*

При тази теория, циклите са с продължителност от 1 месец до 4 години. Влиянието на тази периодичност при процесите оказва пряко влияние върху процесите предимно в краткосрочен до средносрочен план и най-често се прилага при валутната търговия от гледна точка на компаниите, които активно участват на валутните пазари. В зависимост от техния обем на търговия, това води до промени в котировките на валутите и съответно до промяна в тенденциите.

Някои от най-често прилаганите цикли в икономиката, които се отнасят до период от 4 години са:

*Вълна на Джоузеф Китчин (4-годишен цикъл).* През 1923 г. Дж. Китчин (*Joseph Kitchin*) определя продължителност на цикъла от около 40 месеца (3-4 години) и го свързва с движенията при цената на златото (златните запаси) на пазара в световен мащаб, като в основата на неговите проучвания са статистическите данни за САЩ и Великобритания в периода 1890-1922 г. Силно влияние на този цикъл се наблюдава на фондовите пазари при движението на цените на акциите в периода между 1868 г. и 1945 г., въпреки че тенденцията, която е установена от Китчин се запазва и днес на фондовите пазари, но в повечето случаи за по-малък период от време (35-36 месеца).

*Политически цикъл.* Тази периодичност при промените в цените и стойностите на валутите е установена още в началото на XX век, тъй като при предприемането на непопулярни мерки от страна на политиците след парламентарни или президентски избори (в зависимост от политическата система на дадена страна), особено ако влиянието на тяхната национална валута оказва влияние върху световната икономика, предизвиква моментална реакция на валутните и финансовите пазари и то чрез спад в цените. Обикновено при прилагане на мерки от страна на правителствата, които ще имат положително въздействие върху икономиката, цените се повишават. Този цикъл има влияние и в средносрочен план по отношение на цените на ценните книжа и очертаване на тенденциите при валутната търговия.

Ирена Николова

*Теория на междинните (средни) цикли*

Продължителността на циклите в икономиката при междинните или средни вълни<sup>27</sup> е 15-20 години, което е приблизително половината от дългата вълна в икономиката. Средните по продължителност цикли имат влияние при изготвянето на прогнозните движения на валутните курсове в средносрочен към дългосрочен план, като предимно анализаторите освен на настоящите фактори акцентират и на средата и мястото от цикъла, където се намира икономиката. При теорията за средните цикли, както и при следващата за дългите цикли, предимно се наблюдават тенденциите на макроикономическо ниво и как това се отразява на отделните компании и конкретно какви ще са очакванията на пазарите.

*Вълна на Клемент Жуглар (9.2-годишен цикъл).* Към учените, имащи принос в утвърждаването на средните вълни в икономиката е К. Жуглар (*Clément Juglar*), който изучава ръста и пониженията при лихвените проценти и така открива, че зависимостта на циклите в икономиката е в период от 9-11 години (повторението на всички икономически процеси, дължащи се на банковата дейност, се осъществява на всеки 10 години). Като причини, според него, за настъпването на периода на криза през определен интервал от време са възникващите несъответствия в областта на паричното обръщение, и по-специално кредитите.

*Строителен цикъл.* Един от представителите, които могат да бъдат причислени към тази теория е Уесли Митчел (*Wesley Clair Mitchell*). Според него съществува цикличност в икономиката и продължителността на една вълна, известна още като строителен (възпроизводствен) цикъл или т.нар. „дълги колебания”, е около 20 години. До тези изводи той достига чрез анализи и изследване на цикъла на недвижимите имоти в САЩ, като освен това се установява, че този цикъл отразява и промяната в демографската карта (миграция на населението) – при „низходяща” вълна се наблюдава намаляване на миграцията, и всичко това е свързано и с промените в националния доход, потребителските разходи и инвестициите в производствено оборудване и сгради.

---

<sup>27</sup> Й. Шумпетер използва термина „класически вълни” за вълните, които имат продължителност от 15-20 години. Агапова, И. История экономической мысли, Ассоциация авторов и издателей „Тандем”, Издательство ЭКМОС, Москва, 1998.

*Теорията за дългите вълни*

Тъй като продължителността на тези цикли е твърде голяма, при валутните и финансовите пазари обикновено протичат няколко цикъла, докато премине един цикъл от 50 години на макроикономическо ниво. При определянето на степента на валутния риск е изключително важно на какъв етап от своето развитие се намира икономиката на една държава. Ако икономиката е в състояние на растеж, нормално е да се очаква че стойностите на тази валута спрямо останалите такива ще се повишава и обратното. Ето защо вече се обръща и такова внимание на цикличността на процесите в икономиката и на жизнения цикъл на отделните компании. Така може да се предположи как тези фактори ще променят средата и в каква посока ще е развитието на пазара.

*Вълни на Кондратиев.* Според Николай Кондратиев<sup>28</sup> (*Nikolai Kondratiev/Kondratieff*) причината за проявата на цикличността и продължителността на вълните са радикалните промени в технологиите за производство и промяната в начина на производство (Fekete, 2005)<sup>29</sup>, (Черепков, 2006)<sup>30</sup>, (Яковец, 2005)<sup>31</sup>. Според него икономиката преживява криза в периоди от 45 до 60 години и това се определя като един цикъл в икономиката. За основа на изследванията служат различни икономически показатели, като се отчитат и отразяват и настъпващите с времето изменения в САЩ, Великобритания, Германия и Франция.

По отношение на самия цикъл се различават две отделни вълни „възходяща“ (съвпада с процесите на оживление и подем в икономиката) и „низходяща“ (съвпада с периодите на криза и депресия), а продължителността на всяка една от тях е около 25 години. При възходящата вълна цените се повишават, а когато възходящата вълна достигне връх, то цените се запазват, а при пазарите се наблюдава висок ръст. След преминаването на върха в цикъла следва низходящата вълна.

Привърженикът на теорията на Н. Кондратиев за дългите вълни в икономиката Йозеф Шумпетер (Joseph Schumpeter) допринася за обясняването на връзката и взаимодействието между всички икономически цикли – дългите,

<sup>28</sup> Кондратиев, Н. Проблемы экономической динамики, Экономика, Москва, 1989.

<sup>29</sup> Fekete, A. Causes and Consequences of Kondratiev's Long-Wave Cycle, Memorial University of Newfoundland, <http://www.financialsense.com>, 2005.

<sup>30</sup> Черепков А. Теория длинных волн Кондратьева, <http://ss.xsp.ru/st/019/index.php>, 2006.

<sup>31</sup> Яковец, Ю. Волны Кондратьева и цикличная динамика экономики и воин: теория и будущее, „Экономические стратегии”, №3-2005.

Ирена Николова

средни и кратки вълни (Schumpeter, 1939)<sup>32</sup>. Факторите, които според него са основополагащи за нарушаването на равновесието в икономическата система, са нововъведенията или иновациите. В самото понятие „нововъведение (иновация)“ се разбира един от следните варианти: създаване на нов продукт; използване на нова технология за производство; използване на нова организация за производство; откриване на нови пазари за продажба и източници на суровини.

*Цикли от 55 години.* Според Якоб ван Гелдерн<sup>33</sup> (*Jacob van Gelderen*) икономиката има цикъл от 50-60 години, който той обяснява със съществуването на цикличността в икономиката чрез дългосрочните колебания при търсенето и предлагането. Други двама привърженици на този вид цикли са сър Уилям Бевъридж (*William Beveridge*), като той изследва цените на пшеницата от XIII век, за да установи съществуването на тази цикличност, и Самюел Волф (*Samuel de Wolff*), който обяснява съществуването на циклите с инвестирането на основния капитал в транспортна инфраструктура, сгради и съоръжения<sup>34</sup>.

В зависимост от продължителността както на бизнес цикъла така и отделните фази, при промяната в колебанията на валутния курс може да се определят също няколко етапа, които са от значение за прогнозирането на валутния курс и възникващия от колебанията на курсовете валутен риск.

Предвид продължителността на средните и дългите бизнес цикли за валутните курсове те имат значение за определяне на тенденцията в дългосрочен и средносрочен план. При система на променлив валутен курс във фазите на криза и депресия се наблюдава понижаване на валутния курс и обезценяване на местната валута. Дори и да има повишения на курса, те са временни и тенденцията е низходяща, до момента в който не се наблюдават признаци за възстановяване на икономиката.

---

<sup>32</sup> Schumpeter, Joseph. *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York Toronto London : McGraw-Hill Book Company, 1939.

<sup>33</sup> Арманд, А., Д. Люри, В. Жерихин и др. *Анатомия кризисов*, „Наука”, Москва, 1999.

<sup>34</sup> Разликата между тях, въпреки че техните изследвания са независими, се състои в това че Кондратиев по-добре и изчерпателно обяснява причината за наличието на циклите в икономиката и то на базата на повече икономически показатели и статистически данни, като това са най-дългите вълни (цикли), при които се наблюдава закономерност в икономическите процеси.



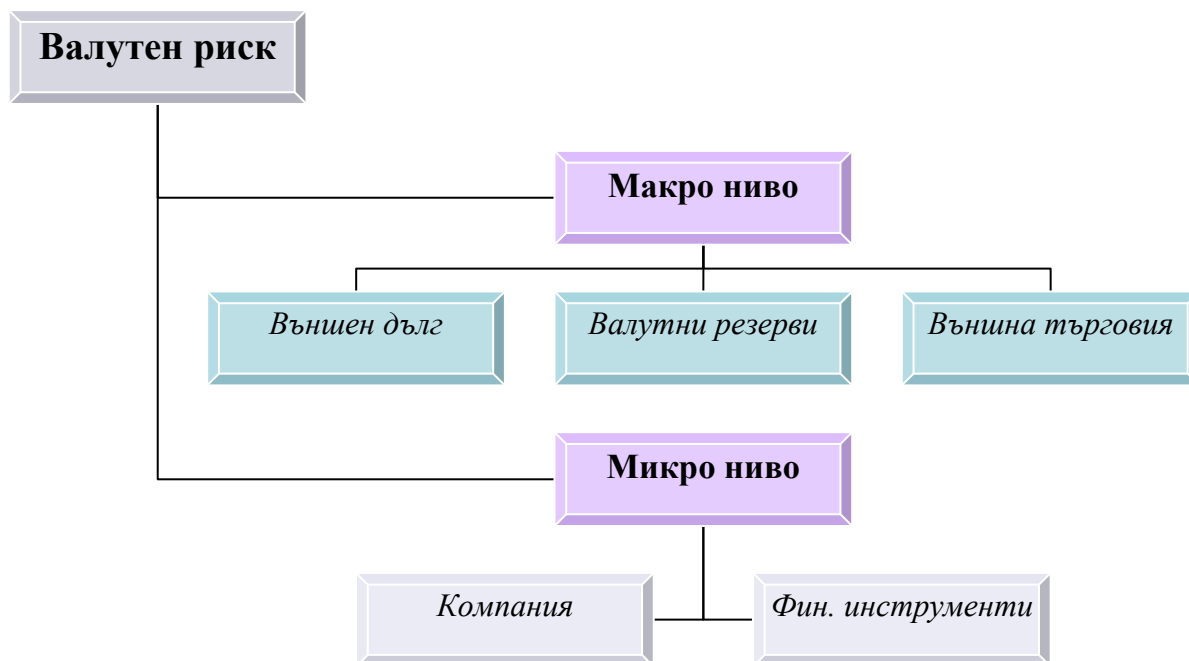
Ирена Николова

При кратките цикли прогнозирането на валутните курсове е по-реалистично и възможно по-точно, предвид на прилагането освен на фундаменталния анализ и на техническия, където колебанията се разглеждат на дневна, седмична и месечна база. Разбира се, при разглеждането на факторите, които влияят на валутния курс трябва да се отчита и че кратките цикли представляват част от междинните и дългите цикли в икономиката и не са отделно от тях.

### Същност на валутния риск

Както бе посочено в първата част на настоящата студия, валутният риск е рискът, който възниква от колбенията във валутните курсове. Той се проявява по различен начин на всяко отделно икономическо ниво (на ниво „икономика”, на ниво „компания”) и в по-тесния смисъл на понятието се отразяват и други специфики освен промените във валутните курсове.

**Фигура 2. Валутният риск на макроикономическо и микроикономическо ниво**



Важна част от изследването е проявлението на валутния риск на микроикономическо ниво и по-специално в нефинансовия сектор. Ето защо,

Ирена Николова

като елемент от общия риск за една компания, както във финансовия<sup>35</sup>, така и в нефинансовия<sup>36</sup> сектор, валутният риск ще бъде разгледан от възможните аспекти, необходими за изясняване на неговата същност, на отделните нива, при които той се проявява: макроикономическо и микроикономическо и как това се отразява върху дейността на компаниите.

#### *Валутен риск на макроикономическо ниво*

Настоящите условия в развитието на икономическата и финансовата среда с оглед на нарастващия процес на глобализация, който се наблюдава във всички сфери на социално-икономическата дейност, създават и множество предпоставки за увеличаване на факторите, водещи до по-голяма несигурност в осъществяването на всекидневната дейност на отделните стопански субекти. Освен чрез допринасяне за ръста в несигурността на отделните транзакции, процесът на глобализация може да се разглежда и от перспективата на предоставяне на нови възможности, както и като предизвикателство за развитие и разрастване на дейността на отделния субект в тази система.

В макроикономически план или на ниво икономика на отделна държава предвид всеобхватността и разнообразието на процесите в икономиката, валутният риск се разглежда в няколко направления:

- в контекста на управлението на външния дълг;
- при управлението на валутните резерви на страната;
- при осъществяването на външната търговия на страната.

---

<sup>35</sup> Под „финансов сектор” в настоящото изследване се разбира определението, което е дадено в българското законодателство (Закон за допълнителния надзор върху финансовите конгломерати), а именно: „Финансов сектор” е сектор, съставен от едно или повече от следните лица, извършващи дейност в държава членка или в трета държава: а) кредитна институция, финансова институция по чл. 3, ал. 1 от Закона за кредитните институции или дружество за спомагателни услуги по чл. 2, ал. 4 от същия закон (банков сектор); б) застраховател, презастраховател по чл. 8, ал. 2 от Кодекса за застраховането, застрахователен холдинг по чл. 27, ал. 1 от същия кодекс или здравноосигурително дружество (застрахователен сектор); в) инвестиционен посредник или управляващо дружество (сектор за инвестиционни услуги); г) финансов холдинг със смесена дейност.

<sup>36</sup> „Нефинансов сектор” е секторът, който изключва всички компании от финансовия сектор, посочени в предходната бележка. Освен това в литературата и практиката е прието като разграничение между двата типа компании да се разглежда предмета на дейност на една компания. В случай че основната дейност на компанията е в областта на финансовите услуги, то тя се отнася към финансовия сектор.

Ирена Николова

*Валутен риск по отношение на управлението на външния дълг*

При разглеждането на външния дълг трябва да се отбележи, че в контекста на възникването на валутния риск, той е разгледан както по отношение на държавния, така и на частния<sup>37</sup> външен дълг.

При управлението на *държавния външен дълг*, обикновено валутния риск или още известен като риск, свързан с промяната на валутния курс, се включва като част от пазарния риск, и се разглежда заедно с лихвения риск (риска, свързан с изменение на лихвените проценти) (IMF, WB, 2001)<sup>38</sup>, (МФ, 2010 г.)<sup>39</sup>. Други автори при представянето на държавния дълг в една страна разглеждат валутният риск освен с лихвения риск и с риска, който възниква при рефинансиране. (Melesky, 2007)<sup>40</sup>

**Фигура 3. Валутният риск на макроикономическо ниво**



<sup>37</sup> За целите на настоящото изследване под „частен външен дълг“ се разбират задълженията на банки и други финансови компании, както и компании от нефинансовия сектор, към контрагентите извън страната, които са в чуждестранна валута.

<sup>38</sup> IMF, WB. Guidelines for Public Debt Management. The International Monetary Fund and the World Bank. Washington, D.C., 2001, pp. 26-28.

<sup>39</sup> Стратегия за управление на държавния дълг, 2009-2011 г., м. юни 2009 г., [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg), м. февруари 2010г., стр. 19-20.

<sup>40</sup> Melesky, M. A Cross-Country Analysis of Public Debt Management Strategies. The World Bank, Banking and Debt Management Department, July 2007, p. 4.

Ирена Николова

В контекста на управлението на държавния дълг обикновено под валутен риск се разбира риска, който се поражда от наличните в държавния дългов портфейл инструменти във валути, различни от местната, в случаите, когато промените във валутните курсове се отразяват на номиналната стойност на дълга. Обикновено при управлението на държавния дълг се планират предварително нивата, до които се очаква да настъпят промени в стойността на избраната чужда валута, в която е деноминиран дългът, като по този начин се определят и границите за съответното обслужване на дълг, както и възможните загуби или приходи, които биха настъпили от подобна промяна.

Важно е да се посочи, че при система на фиксиран валутен курс, валутният риск е налице в случаите, когато държавния дълг или отделни дългови инструменти са деноминирани във валути, които не са фиксирани спрямо местната или резервната валута (или валутата, спрямо която е фиксирана местната парична единица). Трябва да се посочи, че макар и индиректно, валутният риск се проявява и при системата на фиксиран валутен курс. Обикновено това се реализира чрез резервната валута или чрез валутата, към която е фиксирана местната парична единица, като валутният риск се проявява по-скоро в средносрочен и дългосрочен план.

Освен при съществуващия външен дълг или дълговите инструменти в чужденстранна валута, валутният риск се проявява и в случаите на сключването на сделки по външния държавен дълг, особено ако в периода между договарянето на определен дългов инструмент и неговото реализиране не са превидени техники за хеджиране на този риск.

С разширяването на процесите на глобализация, делът на частния външен дълг нараства като процент от общия брутен външен дълг в повечето страни с развити пазарни отношения. Ето защо, при разглеждането на външния дълг като проявление на валутния риск, се отделя място и компаниите от финансовия и нефинансовия сектор, които използват различни дългови инструменти.

При *частния външен дълг* се включват възникналите задължения на компании от финансовия и нефинансовия сектор, които са деноминирани в чуждестранна валута. Както и при държавния външен дълг в зависимост от това дали действа система на фиксиран валутен курс, валутният риск се проявява по аналогичен начин. Особеното при външния дълг, генериран от компании във финансовия и нефинансовия сектор е в разнообразието на използваните дългови

Ирена Николова

инструменти и чуждестранните валути, които, разбира се, водят и до по-високо ниво на риска.

Трябва да се отбележи че в условията на растеж на икономиката, преобладават и два мотива за участие в подобни сделки: застрахователния (намаляване на валутния риск чрез по-нискодоходни дългови инструменти) и спекулативния (въпреки по-високият риск, който съществува при по-високодоходните дългови инструменти, те се предпочитат от компаниите с по-висока доходност). В условията на криза и рецесия в икономиката, компаниите се насочват предимно към по-нискодоходните дългови инструменти, с цел хеджиране на валутния риск, т.е. преобладава застрахователния мотив.

При държавния външен дълг за разлика от дълга на компаниите спрямо техните външни контрагенти, срокът за погасяването на тези задължения е по-голям и обикновено дълговите инструменти, които са прилагат се характеризират с по-ниска степен на валутен риск, като за една страна е водещ застрахователния мотив.

Разглеждането на външния дълг като проявление на валутния риск се прави, предвид важността на този показател спрямо brutния вътрешен продукт и съответно степента на задлъжнялост на една икономика. В случаите, когато е налице висок процент на дълга към brutния вътрешен продукт възможностите за гъвкавост по отношение управлението на риска са по-малко, особено в условията на криза и депресия.

#### *Валутен риск по отношение на валутните резерви*

Когато се обсъждат въпросите, свързани с валутния риск по отношение на валутните резерви на една държава, се имат предвид международните валутни резерви, които представляват злато и/ или други активи на централната банка, като е необходимо те да са лесно търгуеми на международните финансови пазари. (БНБ, 2008 г.)<sup>41</sup>

Освен термина „международни валутни резерви“, в литературата се използва и понятието „brutни международни валутни резерви“ или „валутни резерви“, в които се включват освен чуждестранната валута или други бързоликвидни активи в чуждестранна валута, така и монетарното злато, с което

---

<sup>41</sup> Българска народна банка. Международни валутни резерви, под общата редакция на Ц. Манчев, 2008 г., стр.21.

Ирена Николова

разполага една страна, като изрично се посочват и притежаваните специални права на тираж в Международния валутен фонд. (Закон за БНБ, м. март 2010 г.)<sup>42</sup>, (ЕЦБ, м. март 2010 г.)<sup>43</sup>,<sup>44</sup>

Основната роля на международните валутни резерви се изразява във финансирането на диспропорциите при външните плащания и чрез поддържането на определено ниво на валутния курс или валутен режим (IMF, 1993)<sup>45</sup>, (БНБ, 2008 г.)<sup>46</sup> т.е. те са средство за подкрепа на местната валута в случаите, когато има нестабилност на вътрешния и външния пазар, което се определя още и като застрахователен мотив за поддържането на резервите. Друг основен мотив за поддържането на подобни резерви от всяка една държава е възможността, която се предоставя чрез тях за по-добра ликвидност в паричната система и икономиката, като той се проявява при дисбалансите във външната търговия на страната.

Допълнителен мотив, който постепенно се утвърждава при централните банки на все повече страни в последните години, е поставения акцент върху

<sup>42</sup> Закон за Българската народна банка, Обн., ДВ, бр. 46 от 10.06.1997 г., в сила от 10.06.1997 г., и последна промяна бр. 44 от 12.06.2009 г., в сила от 12.06.2009 г., чл. 28, ал. 3, м. март 2010 г. „Брутният международен валутен резерв на Българската народна банка е равен на пазарната стойност на следните активи на банката: 1. притежаваните банкноти и монети в свободно конвертируема чуждестранна валута; 2. средства в свободно конвертируема валута, притежавани от Българската народна банка по сметки в чуждестранни централни банки или в други чуждестранни финансови институции, чиито задължения са оценени с една от двете най-високи оценки на две международно признати агенции за кредитен рейтинг; 3. притежаваните от Българската народна банка специални права на тираж на Международния валутен фонд; 4. притежаваните от Българската народна банка дългови инструменти, емитирани от чужди държави, централни банки, други чуждестранни финансови институции или международни финансови организации, чиито задължения са оценени с една от двете най-високи оценки на две международно признати агенции за кредитен рейтинг и които са платими в свободно конвертируема валута, с изключение на дълговите инструменти, дадени или получени като обезпечение; 5. салдото от вземанията и задълженията по форуърдни сделки или сделки с уговорка за обратно изкупуване на Българската народна банка, сключени със или гарантирани от чуждестранни централни банки, публични международни финансови организации или други чуждестранни финансови институции, чиито задължения са оценени с една от двете най-високи оценки на две международно признати агенции за кредитен рейтинг, както и фючърси и опции на Българската народна банка, задължени по които са чуждестранни лица и плащането е в свободно конвертируема чуждестранна валута; 6. притежаваното монетарно злато.

<sup>43</sup> International Reserves. <http://www.ecb.int/> - страница на Европейската централна банка, м. март 2010 г.

<sup>44</sup> Понятията „международни валутни резерви“, „брутни международни валутни резерви“, „валутни резерви“ и „международни резерви“ в настоящата студия се използват като синоними. Обикновено в по-широк смисъл се прилага понятието „брутни международни валутни резерви“, при което се включват всички активи, които са във валута, различна от местната парична единица.

<sup>45</sup> International Monetary Fund. Balance of Payments Manual, 5th edition. International Monetary Fund, 1993.

<sup>46</sup> Българска народна банка. Международни валутни резерви, под общата редакция на Ц. Манчев, 2008 г., стр. 27.

Ирена Николова

възвращаемостта (Borio, May 2008)<sup>47</sup> при управлението на валутните резерви, чрез инвестирането в по-рискови активи или чрез създаването на отделни фондове със средствата от валутните резерви, които са насочени именно към получаването на по-висока възвращаемост на инвестициите.

За степента на изложеност към валутния риск на международните резерви се преценява в зависимост от „кошницата“ от валути, от които са съставени. В практиката е обичайно за поддържането на международните резерви да се избират чуждестранни валути, които са по-силни от местната на международните пазари и могат да допринесат за стабилността на икономиката. При система на фиксиран валутен курс преобладаващата валута в „кошницата“ от валути на международните резерви е тази, към която е фиксирана местната, като са включени и други международни валути.

При режим на плаващ или променлив валутен курс, страната може да избира коя от валутите да бъде основна в международните резерви, но обикновено се избира тази, чиято икономика има най-значимо влияние върху страната.

Конкретните функции на международните валутни резерви могат да се представят по следния начин:

- инструмент на паричната политика;
- инструмент на валутнокурсната политика за намаляване колебанията на курса на местната към чуждестранните валути или поддържане на определено равнище на валутния курс;
- ликвиден буфер в случай на срив на международните финансови пазари;
- намаляване на уязвимостта от външни фактори и предпазване от криза;
- засилване на стабилността и доверието във финансовите пазари, тъй като наличието на резерви е един от основните показатели, които се наблюдават от международните рейтингови агенции;
- източник на допълнителен доход, получен от управлението им.

Както и при управлението на дълга, така и при управлението на валутните резерви, валутният риск се включва като част от пазарния риск (Borio, May

---

<sup>47</sup> Borio, C., G. Galati and A. Heath. FX Reserve Management: Trends and Challenges, Bank for International Settlements, May 2008, pp. 5-7.

Ирена Николова

2008)<sup>48</sup>, с цел по-доброто разглеждане на връзката между отделните рискове, зависещи от пазарните промени. Но при управлението на валутните резерви, делът на валутния риск е значително по-голям отколкото неговия дял спрямо останалите пазарни рискове при управлението на дълга.

При всяка една от посочените функции на международните резерви има наличие на валутен риск, предвид характера на тези резерви. Важно е да бъде съобразен и обемът на международните валутни резерви, тъй като при по-висок процент на резервите, държавата може да въздейства на пазара в желаната от нея посока за валутния курс, като това е съответно в подкрепа на местната парична единица. Обикновено интервенциите от страна на централната банка на паричния пазар, чрез валутните резерви, имат влияние само в краткосрочен план върху провежданата икономическа политика.

При поддържан режим на фиксиран валутен курс, когато централната банка не се намесва на пазара чрез преки интервенции в подкрепа на местната валута за поддържане на постоянно ниво на паричната маса, валутните резерви са буфера при по-голямо предлагане или по-голямо търсене на местната валута. Те съответно се намаляват или увеличават в зависимост от създалата се ситуация на пазара и така се регулира паричната маса в обръщение.

При система на плаващ валутен курс промяната в търсенето и предлагането на местна валута се изразява чрез промяна във валутния курс на местната валута спрямо съответната чужда парична единица. По този начин не е необходимо да се достига до промяна на валутните резерви на страната, като се разчита пазарните отношения да регулират търсенето и предлагането на валута. Разбира се, има ситуации, които водят до промяна на провежданата политика от страна на централната банка с цел подкрепа на местната валута и по този начин и подкрепа за стабилността на икономиката на съответната страна.

По отношение на валутния риск, управлението на международните валутни резерви се свързва с промяната на валутните курсове спрямо местната валута, както и с поддържането на макроикономическата стабилност и предвидимостта на провежданата политика, независимо дали в условията на режим на фиксиран или плаващ валутен курс.

---

<sup>48</sup> Borio, C., G. Galati and A. Heath. FX Reserve Management: Trends and Challenges, Bank for International Settlements, May 2008, pp. 9-10.



Ирена Николова

*Валутен риск по отношение на външната търговия*

Едно от проявленията на валутния риск на макроикономическо ниво е при осъществяването на външната търговия, което е пряко свързано и оказва влияние и върху платежния баланс на страната. От друга страна при разглеждането на външната търговия не може да не бъде разгледана и спецификата на всяка една сделка, често определяна като външнотърговска, поради своите особености.

Реализирането на международната търговия оказва пряко влияние върху платежния баланс (ЕСВ, 2007)<sup>49</sup> на една държава чрез осъществяването на вноса и износа на стоки и капитали, като това въздействие върху икономиката е както в краткосрочен, така и в дългосрочен период.

По отношение на платежния баланс, всяка една от статиите в баланса е изложена на въздействието на валутния риск предвид факта, че колебанията на валутните курсове оказват непосредствено влияние върху вноса и износа на страната. Текущата, капиталовата и финансовата сметки в платежния баланс се изготвят в местната парична единица на съответната страна или някоя от международните валути в зависимост от обема на търговията и обвързаността на икономиката с тази валута. Целта е данните, които се представят чрез платежния баланс да отразяват входящите и изходящите парични потоци и да създават ясна представа за развитието на търговията и производството в страната.

На базата на платежния баланс се фирмира и общия валутен поток (Пилбийм, 1995 г.)<sup>50</sup> на една държава, като салдото по тази статия може да се прибави към официалните валутни резерви или да се използва за погасяване на задълженията на страната.

При разглеждането на платежния баланс на страната е важно да се разгледа характера на отделните статии, т.е. дали преобладава вноса на инвестиционни стоки или потребителски стоки и с какъв знак са отделните статии – положителен или отрицателен. Тези факти могат да допринесат за по-подробния анализ на платежния баланс и да се проследи ефекта от

---

<sup>49</sup> Европейската централна банка дава следното определение за платежен баланс: „Платежният баланс е статистически отчет на икономическите сделки на една държава с останалата част от света за определен период от време”, European Central Bank. European Union Balance of Payments/ International Investment Position in Statistical Methods, May 2007, p. 19.

<sup>50</sup> Пилбийм, К. Международни финанси. FTP, София, 1995 г., стр. 40-41.

Ирена Николова

проведжаната външна търговия върху развитието на страната в средносрочен и дългосрочен план.

Неизменна част от външната търговия са външнотърговските сделки. Те са в основата на входящите и изходящите парични потоци от една държава, като това се отразява и в платежния баланс в рамките на един отчетен период<sup>51</sup>.

Валутният риск възниква при външнотърговските сделки, които се осъществяват между контрагенти в различни страни и плащанията по съответната транзакция се извършват в различни валути за страните по транзакцията. Когато има големи колебания във валутните курсове, валутният риск е налице и той се увеличава, в зависимост от това какъв е размерът на задълженията и колко дълъг е периодът от сключването на външнотърговската сделка до плащането по нея (Инджова, 2008 г.)<sup>52</sup>.

Трите проявления на валутния риск на макроикономическо ниво са тясно свързани помежду си и оказват влияние при изготвянето и прилагането на мерките за управлението при всяка една от тях. Всяко взето решение на ниво „икономика“ води до промени при отделните компании и провежданата от тях политика, като при частния външен дълг и във външната търговия участието на компаниите от финансовия и нефинансовия сектор е и пряко, т.е. те също имат дял за състоянието на макроикономическите показатели и състоянието на икономиката. Така независимо, че валутният риск е свързан и възниква в резултат от колебанията на валутните курсове, при неговото изследване е необходимо да се анализират и факторите, свързани с промените на курсовете, както и неговото въздействие върху макроикономическите показатели.

### **Валутен риск на микроикономическо ниво**

При отделните компании както от финансовия, така и от нефинансовия сектор, валутният риск е част от целия риск и неговото управление е заложено в корпоративните стратегии. Проявленията на този вид риск на микроикономическо ниво се разглежда в контекста на дейността на отделните

---

<sup>51</sup> Тъй като информацията за реализираните отделните сделки постъпва по-късно от края на календарната година, информацията в платежния баланс за определен период непрекъснато се актуализира и данните се променят.

<sup>52</sup> Инджова, Цв. Техника на външнотърговската дейност, Нов български университет, 5то допълнено издание, 2008 г., стр. 87.

Ирена Николова

компании и по отношение на финансовите инструменти, където възникват определени зависимости с някои от останалите видове риск.

Трябва да се отбележи, че валутният риск не е основният риск, но заема значителен дял в общия риск за компаниите. Освен това в теоретичен аспект могат да се разгледат проявленията на риска, но в практиката валутният риск не въздейства самостоятелно, още повече в отворена икономика, където протичат доста интензивно и процесите на глобализация.

### *Валутен риск на ниво компании*<sup>53</sup>

Валутният риск на микроикономическо ниво и по-конкретно при отделните компании се определя от това дали отделни активи и пасиви на компанията са изложени на влиянието на този риск.

При всички аспекти, чрез които бе разгледан валутният риск дотук, ясно се показва че това е риск, който се дължи на промените във валутните курсове. На ниво „отделна компания”, този вид риск се дължи отново на колебанията във валутните курсове, но, разбира се, с отделни специфики. Обикновено активите, пасивите, печалбата и очакваните бъдещи парични потоци са изложени на риска, когато промените в движенията на валутните курсове променят тяхната стойност в местната валута. (Buckley, 2000)<sup>54</sup>, (Bodie, 1992)<sup>55</sup>, (Даскалов и Масларов, 2000 г.)<sup>56</sup>

От друга страна освен отделните статии във финансовите отчети на компанията на валутен риск е изложена и тя като цяло, тъй като това се отразява също и върху нейната стойност. Така валутният риск е рискът, който води до промяна в стойността на компанията като цяло, като това изменение се дължи отново на промените във валутните курсове. (Shapiro, 1996)<sup>57</sup>

Някои автори определят валутния риск по-скоро като неочаквано движение на валутните курсове (Giddy, 2010)<sup>58</sup>, (Papaioannou, 2006)<sup>59</sup>, (Madura,

<sup>53</sup> В настоящото изследване се разглеждат предимно компаниите от нефинансовия сектор. Освен това при компаниите от финансовия сектор има специфични нормативни изисквания (законови и подзаконни нормативни актове), които регламентират управлението на риска като цяло.

<sup>54</sup> Buckley, A. *Multinational Finance*, 4<sup>th</sup> Edition, Pearson Education Ltd., 2000, p. 136.

<sup>55</sup> Bodie, Z., A. Kane, A. Marcus. *Essentials of Investments*. Irwin, 1992, p. 609.

<sup>56</sup> Даскалов, П. и Св. Масларов. *Външна търговия: техника на финансирането*, Princeps, София, 2000 г.

<sup>57</sup> Shapiro, A. *Multinational Financial Management*, 5<sup>th</sup> Edition, Prentice-Hall, Inc., 1996, p. 817.

<sup>58</sup> Giddy, I. and G. Dufey. *The Management of Foreign Exchange Risk*. <http://pages.stern.nyu.edu/>, March 2010.

Ирена Николова

2008)<sup>60</sup> и презумпцията е, че в случаите, когато риска е очакван от страна на компаниите се предприемат действия за намаляване на негативното въздействие на риска както върху отделните активи и пасиви, така и върху стойността на компанията като цяло. „Истинският” риск, според тези автори, е този, при който компанията е поставена пред неочаквани събития, като в повечето случаи се разглеждат неблагоприятните последици за компанията.

*Валутен риск по отношение на финансовите инструменти*

Валутният риск при финансовите инструменти е рискът, който възниква в резултат от промяната<sup>61</sup> в курса на валутата, в която е деноминиран активът, спрямо основната (базова) валута. Основната валута служи за счетоводното отчитане на отделните финансови инструменти, които притежава компанията.

От друга страна за по-лесното изучаване и анализиране на отделните видове риск, валутният риск се разглежда като част от ценовия риск (Попчев, 2004 г.)<sup>62</sup>, където се разглежда заедно с лихвения и пазарния риск. Освен това валутният риск може да се разглежда като риска, който възниква в резултат на разликата между структурата на активите и пасивите (БНБ, 2008 г.)<sup>63</sup>, като колкото по-голяма е разликата във валутната структура на активите и пасивите, толкова по-голям е риска за цялата компания.

Когато се говори за търговията на даден финансов инструмент и възникващия валутен риск при него, трябва да се отчита връзката, която съществува между пазара на чуждестранна валута и паричния пазар (Попов, 2003)<sup>64</sup>. Обикновено финансовите инструменти се използват за хеджиране срещу валутния риск и всяко движение в курсовете на чуждестранните валути води до промяна в цените на финансовите инструменти и съответно до промяна

<sup>59</sup> Papaionnou, M. Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms. South-Eastern Europe Journal of Economics 2 (2006), pp. 129-146.

<sup>60</sup> Madura, J. International Financial Management, 9th edition, South-Western/ Cengage Learning, 2008.

<sup>61</sup> При някои автори се посочва, че валутният риск е рискът от загуба вследствие на промяната в курса на валутата. В настоящото изследване валутният риск се разглежда както като възможност, така и като загуба за икономическия субект, т.е. не непременно само и единствено като загуба. При благоприятен валутен курс, финансовите активи на компанията могат да повишат своята стойност и да се отразят като печалба.

<sup>62</sup> Попчев, И. Стратегии за управление на риска. Нов български университет, 2004 г., стр. 23.

<sup>63</sup> Българска народна банка. Международни валутни резерви, под общата редакция на Ц. Манчев, 2008 г.

<sup>64</sup> Popov, V. and Y. Stutzmann. “How is Foreign Exchange Risk Managed: An Empirical Study Applied to Two Swiss Companies”, University of Lausanne, October 2003.

Ирена Николова

в дейността на финансовите пазари – парични и капиталови (когато се наблюдава постоянна тенденция в движението на валутите). Влиянието на резките колебания във валутните курсове най-бързо се отразява на паричния пазар (краткосрочни финансови инструменти), тъй като прогнозирането на движението на валутните курсове е по-трудно в дългосрочен план. Това от гледна точка на продължителността на периода по дадена транзакция води до повишаване на валутния риск в дългосрочен план, в сравнение с този в краткосрочен.

Независимо, че валутният риск е рискът, който възниква в резултат на колебанията във валутните курсове, той се проявява по различен начин на макроикономическо ниво (управлението на външния дълг, поддържане и управление на валутните резерви и по отношение на външната търговия) и на микроикономическо ниво (при управлението на активите и пасивите в чуждестранна валута и финансовите инструменти). Изследването на тези проявления дава възможност за разглеждане на влиянието на риска върху корпоративната стратегия на една компания и управление на целия риск.

### **Видове валутнокурсости**

Управлението на валутния риск в отделната компания е свързано с идентифициране на активите, които са изложени на влиянието на този риск. Ето защо преди да се продължи с анализа на особеностите на валутния риск, трябва да бъде уточнено още едно понятие, а именно „откритост” (изложеност)<sup>65</sup> за валутен риск или открита позиция.

Под откритост за валутен риск се разбира финансовата основа (активите, пасивите, печалбите или очакваните бъдещи парични потоци), върху която се търси влиянието на курсовата промяна. Открити позиции са активите, пасивите, приходите или очакваните бъдещи парични потоци в чужда валута, чиито еквивалент в местни пари се променя при изменение във валутните курсове. Освен тях, промяната във валутните курсове може да се отрази и върху някои активи, пасиви, приходи или очаквани парични потоци, които са в местна

---

<sup>65</sup> От английски език “exposure”. На български език това понятие се превежда като откритост (Масларов, Св., Д. Тошева. Финансиране на външнотърговските сделки. Нов български университет, 2007 г.) или изложеност (Стоименов, М., В. Тодорова. Финансиране на международната търговия. Тракия-М, София, 2009 г.). В практиката се използва и термина „открита позиция” най-вече при анализиране на позициите в чужда валута на компаниите и при прогнозирането на валутните курсове.

Ирена Николова

валута. От друга страна валутно-курсoвата откритост се определя също и като възможността компанията да спечели или загуби от промяната във валутните курсове. (Kim, 2006)<sup>66</sup>

Така крайният ефект от промяната на валутните курсове (конкретният размер на валутния риск) се определя от два фактора (Масларов, 2008 г.)<sup>67</sup>: мащабите и особеностите на откритостта за валутен риск (откритата позиция); конкретната промяна на валутния курс, която се “проектира” върху откритостта.

От друга страна управлението на валутния риск може да се разгледа като процес, който се състои от няколко етапа, като целта е по-доброто планиране на действията, заложените в корпоративната стратегия на компанията и съответно тяхното ефективно приложение.

Първата фаза от управлението на валутния риск включва определяне на откритостта за валутен риск в различните ѝ аспекти. Следващият етап от управлението на валутния риск е свързан с уточняването на прогнозите за очакваните изменения на валутните курсове и на тази основа – оценка на потенциалния валутен риск в лицето на възможните финансови последици от прогнозираната динамика на курсовете.

Съществен елемент от управлението на валутния риск е стратегията, която се възприема от управленският екип на компанията. Стратегията може да се променя или да се комбинират различни стратегии, като отново целта е ефективното управление на риска в компанията. Характерът на стратегията влияе съществено върху посочените два етапа от управлението на валутния риск – определяне на откритостта за валутен риск и анализиране на прогнозите за очакваните изменения за валутните курсове.

Същинското управление на валутния риск включва два типа обекти. Първият обект е *управлението на откритостта* (изложеността), т.е. на факторите в дейността на компанията, които влияят върху размера на откритостта. Тук се отнасят мерки от оперативен характер – условията на сключваните договори, конкретно използване на различните сегменти на финансовия пазар. Освен това, текущата откритост се влияе от предходни средно и дългосрочни решения, взети от управленският екип на компанията.

---

<sup>66</sup> Kim, S. and H. Kim. Global Corporate Finance. 6<sup>th</sup> Edition, Blackwell Publishing, 2006, p.222.

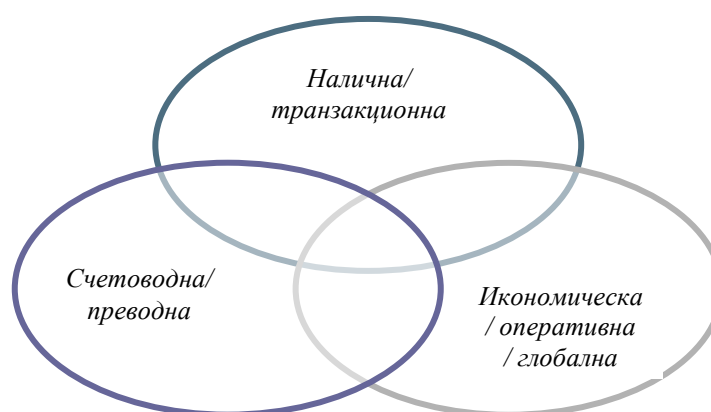
<sup>67</sup> Масларов, Св., И. Николова. Валутният риск и неговото управление в условията на финансова глобализация. Годишник на ВУЗФ, 2008 г., стр. 52.

Ирена Николова

Вторият елемент от управлението на риска е *реакцията спрямо очакваните резултати от курсовите промени*. Тук се включват изборът на стратегически подход към валутния риск, а в неговите рамки – избор на конкретните действия, с чиято помощ се цели намаляването или премахването на очакваните отрицателни последици от риска.

Разгледаните до този момент понятия са свързани с управлението на валутния риск в една компания и дават по-ясна представа за съществуващите връзки между отделните елементи и последователността при този процес.

#### Фигура 4. Основни видове валутнокурсони откритости



В литературата (Buckley, 2000)<sup>68</sup>, (Shapiro, 1996)<sup>69</sup>, (O'Brien, 1996)<sup>70</sup>, (Стоименов, 2009 г.)<sup>71</sup>, (Масларов, 2007 г.)<sup>72</sup> се срещат три основни вида валутно-курсони откритости,<sup>73</sup> които в зависимост от целите на авторите могат да се срещнат под следните наименования: налична или транзакционна откритост (transaction exposure); счетоводна или преводна откритост (translation

<sup>68</sup> Buckley, A. *Multinational Finance*, 4<sup>th</sup> Edition, Pearson Education Ltd., 2000.

<sup>69</sup> Shapiro, A. *Multinational Financial Management*, 5<sup>th</sup> Edition, Prentice-Hall, Inc., 1996.

<sup>70</sup> O'Brien, T. *Global Financial Management*, John Wiley & Sons, Inc., 1996.

<sup>71</sup> Стоименов, М., В. Тодорова. *Финансиране на международната търговия*. Тракия-М, София, 2009 г.

<sup>72</sup> Масларов, Св., Д. Тошева. *Финансиране на външнотърговските сделки*. Нов български университет, 2007г.

<sup>73</sup> В литературата освен за като валутно-курсони откритости на риска, те се срещат и като видове валутен риск или форми на проявление на валутния риск. В настоящото изследване се разглеждат различните видове валутно-курсони откритости на риска.

Ирена Николова

or accounting exposure); икономическа или оперативна, както и глобална откритост (economic / operating /operating cash flow/ equity exposure ).

*Налична (транзакционна) откритост*

Този вид валутно-курсова откритост възниква поради настъпването на разходи или приходи в местна валута за компанията, в резултат на постъпления или плащания в чужда валута, които се променят при изменението на курса на валутата, в която са изразени. Транзакционната наличност се проявява също и когато при сделките има разлика между периода на сключване на една сделка и нейното изпълнение. (Kim, 2006)<sup>74</sup> Ако периодът между двата етапа на осъществяване на сделката е по-продължителен е вероятно да настъпят промени във валутните курсове, а оттам и валутният риск да се увеличи.

Наличната, както и икономическата откритост се определят още като откритости на паричните потоци. Обикновено наличната откритост се свързва както с търговските сделки на компанията (валутни постъпления от износ или валутни плащания по внос), така и с тези от финансов характер (получаването на дивиденди, погасяването на заеми в чужда валута), като в зависимост от характера на сделката се определят като парични потоци от оперативна, инвестиционна и финансова дейност.

Особеност на транзакционната откритост е, че тя включва паричните потоци само от вече сключени сделки и то в чужда валута. (Eun, 2005)<sup>75</sup> Освен това тя се отнася до специфични сделки в компанията, където единственото несигурно нещо по отношение на тяхното реализиране е валутният курс на чуждестранната валута спрямо местната, като всички останали условия са уточнени с контрагентите на компанията.

Ако в една компания е налице подобен вид валутнокурсова откритост, то тогава е необходимо да се предприемат следните три стъпки от страна на компанията, с оглед на управлението на тази позиция: определяне обхвата на транзакционната откритост; вземане на решение какво да се предприеме или да не се предприеме по отношение на нейното управление; хеджане изцяло или частично на откритата позиция.

---

<sup>74</sup> Kim, S. and H. Kim. Global Corporate Finance. 6<sup>th</sup> Edition, Blackwell Publishing, 2006, p.224.

<sup>75</sup> Eun, C., B. Resnick and D. Breaan. International Financial Management: Canadian Perspectives, McGraw-Hill Higher Education, 2005.



Ирена Николова

Това са стъпките, които обикновено се следват при управлението на транзакционната откритост, като е важно да се уточни, че предвид по-голямата яснота по останалите условия на сделката, компанията може да прецени дали да отдели ресурс за хеджиране на позицията.

### *Счетоводна (преводна) откритост*

Счетоводната откритост зависи непосредствено от счетоводните стандарти и методи, които използва компанията, притежаваща задгранични подразделения<sup>76</sup>. Международните счетоводни стандарти (МСС 21, м. март 2010 г.)<sup>77</sup>, (МСС 39, м. март 2010 г.)<sup>78</sup>, (Greuning, 2005)<sup>79</sup> определят начина на отчитане и включване във финансовите отчети на сделките във валута, различна от валутата на компанията. Освен това е регламентирано и отчитането на финансовите инструменти на компанията, както и хеджрането на позиции в чуждестранна валута<sup>80</sup>.

Счетоводната или преводната валутнокурсва откритост отчита влиянието на промяната във валутните курсове върху финансовите отчети на компанията. Активите и пасивите на компанията, които са в чуждестранна валута<sup>81</sup> и са

<sup>76</sup> Ако съответната страна не е приела международните счетоводни стандарти и международните стандарти за финансова отчетност, то компаниите регистрирани в тези държави е необходимо да се съобразяват с местното законодателство.

Така например в САЩ счетоводните стандарти, които се отнасят до отчитането на операциите и сделките в чуждестранна валута са FASBs 8 (Statement 8: Accounting for the Translation of Foreign Currency Transactions and Foreign Currency Financial Statements (Issued 10/75)) и FASBs 52 (Statement 52: Foreign Currency Translation (Issued 12/81)). <http://www.fasb.org>, м. март 2010 г.

В рамките на Европейския съюз са прети и се прилагат Международните счетоводни стандарти и Международните стандарти за финансово отчитане, които са одобрени и от Европейската комисия и от Европейския парламент. <http://ec.europa.eu/>, м. март 2010 г.

<sup>77</sup> Международен счетоводен стандарт 21 “Ефекти от промените в обменните курсове”, <http://www.account-bg.info>, м. март 2010 г.

<sup>78</sup> Международен счетоводен стандарт 39 „Финансови инструменти: признаване и оценяване”, <http://www.account-bg.info>, м. март 2010 г.

<sup>79</sup> Greuning, H. “International Financial Reporting Standards: A Practical Guide”, Washington, 2005.

<sup>80</sup> МСС 21 се прилага при отчитане на сделките в чуждестранна валута, докато чрез МСС 39 се уточнява отчитането на деривативните инструменти в чуждестранна валута.

<sup>81</sup> Според МСС 21 (м. март 2010 г.) *чуждестранна валута* е всяка валута различна от функционалната. От своя страна функционалната валута е „... валутата на основната икономическа среда, в която функционира едно предприятие.”

Основната икономическа среда, в която функционира едно предприятие, е тази среда, в която главно се генерират и изразходват паричните средства. Всяко предприятие трябва да вземе предвид следните фактори при определянето на функционалната си валута:

а) валутата: i) която основно влияе върху продажните цените на стоките и услугите (това често е валутата, в която се определят и заплащат цените на неговите стоки и услуги); и ii) на страната, чиито конкурентно въздействие и наредби са основно определящи за продажната цена на стоките и услугите;

Ирена Николова

изложени на влиянието на валутния риск, са в резултат на сделки на компанията в чужда валута или от това, че компанията развива дейност в друга държава.

Когато активите, изложени на валутен риск са повече от пасивите, низходящите движения на валутния курс на чуждестранната валута ще намалят стойността на притежаваните от компанията активи. При повишение на валутния курс при разгледаната ситуация, стойността на притежаваните активи се увеличава. Обикновено като нетна експозиция се определя разликата между активите и пасивите на компанията, които са изложени на влиянието на валутния риск.

В случаите, когато активите в чуждестранна валута са по-малко от пасивите, то понижението във валутния курс на чуждата валута ще доведе до спад в стойността на пасивите и в зависимост от адекватното управление на компанията, това може да увеличи печалбата от валутнокурсната разлика. При повишение на валутния курс при същата пазарна ситуация, очакванията са компанията да генерира загуби, дължащи се на валутния курс.

Трябва да се посочи, че счетоводната валутнокурсната откритост не отразява икономическата стойност на активите и пасивите, както и цялостната стойност на компанията, а само тяхната балансова стойност за определен период. Така при тази откритост се представят статичните и по-скоро исторически данни за състоянието на компанията и изложеността на нейните активи и пасиви спрямо колебанията на валутните курсове.

Счетоводната откритост обикновено се проявява при компании, които притежават филиали и други подразделения зад граница. Тези подразделения съставят своите финансови отчети непосредствено в местната валута на страната, в която се намират. При консолидирането на финансовите отчети на цялата група неизбежно се налага преизчисляване на данните на чуждестранните подразделения от техните местни валути във валутата на държавата, където е централата на компанията, или в друга валута, приета за обща разчетна единица. В повечето случаи от страна на големите глобални компании обикновено се използва доларът, като освен него от компаниите се изготвят отчетите на базата на и другите международни валути, макар и по-

---

б) валутата, която основно влияе върху разходите за труд, материали и другите разходи за предоставянето на стоки или услуги (това обикновено е валутата, в която се определят и заплащат тези разходи).

Ирена Николова

рядко – евро, британска лира, швейцарски франк и японска йена. При това преизчисляване се използват курсове, които, макар и не винаги да са текущите пазарни курсове, отразяват в някаква степен промяната на пазарните курсове през отчетния период.

По този начин, без да бъде обменена даже една парична единица в друга, крайните финансови резултати на цялата компания се променят в резултат от измененията на валутните курсове, т.е. понасят се последиците на валутния риск. Този вид валутнокурсва откритост не се проявява при компании, които не притежават компании извън пределите на една държава или не са регистрирани в друга държава, освен ако те не желаят да изготвят своите финансови отчети в друга валута, различна от местната.

При преводната откритост е важно какъв е курсът<sup>82</sup> между чуждестранната и функционалната (местната) валута, който е избран, за да се отрази по този курс стойността на активите и пасивите на компанията за определения отчетен период. Обикновено се при първоначалното признаване се прилага спот курсът между функционалната и чуждестранната валута към датата на сделката.

Възможно е за всички сделки във всяка една чуждестранна валута през даден период (например, седмица или месец) да се приложи осреднен курс за съответния период. Но в случаите, когато са налице големи колебания при валутните курсове прилагането на осреднения курс за даден период няма да отразява достоверно реалната ситуация.

Когато се финансовите отчети се изготвят към последваща дата, то към различните парични позиции се прилага отделен курс:

- парични позиции в чуждестранна валута се преизчисляват по т.нар. заключителен курс. Това е спот курсът между чуждестранната и функционалната валута на датата, към която се изготвя баланса.
- непарични позиции, които се водят по историческа стойност, изразен в чужда валута, се отчитат с прилагане на валутния курс към датата на сделката.
- непарични позиции, които се водят по справедлива стойност, изразена в чужда валута, се отчитат с прилагане на валутните курсове, които са били в сила при определянето на тази стойност.

---

<sup>82</sup> МСС 21 „Ефекти от промените в обменните курсове”, <http://www.account-bg.info>, м. март 2010 г., параграфи 20-26.

Ирена Николова

Разглеждането на една компания само през призмата на счетоводната валутнокурсва откритост не може да даде обективна оценка по отношение на нейната реална изложеност спрямо валутния риск и съответно как може да се промени нейната стойност, както и тази на отделните активи, пасиви спрямо колебанията на валутните курсове. Ето защо, трите вида откритост се разглеждат и анализират заедно при изготвянето на мерки от страна на компаниите за управлението на валутния риск.

*Икономическа (оперативна) откритост*<sup>83</sup>

Този вид валутнокурсва откритост за разлика от предходните две, които бяха разгледани (налична и счетоводна) е много по-мащабна спрямо компанията и влияе пряко върху нейната конкурентоспособност по отношение на пазари и продукти. Обикновено въздействието на икономическия валутен риск върху компанията е в дългосрочен период, предвид корпоративните дейности, които засяга (Kim, 2006)<sup>84</sup>.

Именно поради своята всеобхватност и в зависимост от това кои аспекти на икономическата откритост се разглеждат, в литературата се среща под наименованието глобален валутен риск (Стоименов, 2009 г.)<sup>85</sup>, откритост на паричните потоци от дейността на компанията (operating cash flow exposure), откритост на собствения капитал (equity exposure). (O'Brien, 1996)<sup>86</sup>

Тази представа за финансовите последици, които една компания може да понесе поради промените на валутните курсове, наподобява наличната (транзакционна) откритост по това, че се отнася до паричните потоци. Но докато транзакционната откритост включва само паричните потоци от вече сключени сделки, тук се оценява влиянието на курсовите промени върху бъдещите очаквани парични потоци за определен период. В този смисъл, оперативната откритост се отнася до промените, които валутно-курсвата

---

<sup>83</sup> На български език се използват предимно икономическа или оперативна или глобална откритост. На английски език, както бе посочено освен "economic or operating exposure" се срещат и: "operating cash flow exposure", "equity exposure", "conversion exposure", "price exposure", "demand exposure", "competitive exposure", "indirect exposure". Всички те разглеждат икономическата откритост спрямо валутния риск, като акцента при тях се измества в зависимост от дейността на компанията, която е предмет на анализа. На български език посочените термини не се срещат.

<sup>84</sup> Kim, S. and H. Kim. Global Corporate Finance. 6<sup>th</sup> Edition, Blackwell Publishing, 2006, p. 233.

<sup>85</sup> Стоименов, М., В. Тодорова. Финансиране на международната търговия. Тракия-М, София, 2009 г., стр. 573.

<sup>86</sup> O'Brien, T. Global Financial Management, John Wiley & Sons, Inc., 1996, pp. 226-230.

Ирена Николова

динамика предизвиква в настоящата стойност на очакваните бъдещи оперативни парични потоци, изразена в местна валута.

Концепцията за икономическата (оперативна) откритост често се прилага само за очакваните бъдещи оперативни парични (валутни) потоци на компанията от чуждестранните ѝ операции. Но по същия начин тази представа може да се отнесе и спрямо очакваните парични потоци от дейността на компанията на местния ѝ пазар в степента, в която настоящата стойност на тези парични потоци се променя в резултат от измененията на валутните курсове.

Съществена черта на оперативния валутен риск е, че настоящата стойност в местна валута на очакваните парични потоци се променя в резултат от промяната на валутните курсове не само като местнопаричен еквивалент на валутните постъпления и плащания. Промяната на валутните курсове внася изменения и в размера на самите валутни постъпления и плащания, както и върху нормите на печалба.

Могат да се посочат следните по-характерни области от корпоративната дейност, които да се оказват открити за прояви на икономически валутен риск след промяна на валутния курс.

- Експортни продажби, при които печалбите и паричните потоци се променят в периода след девалвацията;
- Продажби на вътрешния пазар, особено в секторите, които се конкурират с внос;
- Продажби на вътрешния пазар, освободен от вносна конкуренция, където се проявяват дефлационните последици, често съпровождащи девалвацията;
- Цените на вносните стоки, които по правило се увеличават след девалвацията и предизвикват повишаване както на потребителските, така и на производствените разходи;
- Цените на местните стоки и суровини, които се променят след промяната на валутния курс.

Освен посочените три основни вида валутнокурсони откритости, в литературата се срещат и други видове валутен риск, които постепенно предвид процесите на глобализация, заемат своето място при изследването на тези въпроси.

Ирена Николова

### *Макроикономическа откритост*

През последните десетилетия на XX век представата за икономическа откритост на компанията за валутен риск се появява често като част от една по-обхватна концепция – тази за макроикономическа откритост. Представата за макроикономическа откритост включва измененията на паричните потоци, на печалбата и на стойността на компанията като цяло в резултат от промените на икономическата среда, включващи не само валутните курсове, но и лихвените проценти, темповете на инфлация, равнищата на работните заплати, цените на основни суровини и други променливи, чиято динамика обикновено се характеризира като “шокове” за макроикономическата система.

**Фигура 5. Видове валутнокурсви откритости**



Макроикономическите шокове могат да произлизат както от местни фактори (икономически и политически), така и от външните пазари. Управлението на тази откритост предполага на първо място да се идентифицира характерът на конкретната откритост, след което евентуално да се използват хеджиращи техники.

Определянето на податливостта на компанията спрямо макроикономическите променливи, включително и валутните курсове (оперативната валутна откритост), може да се установи като се определи по какъв начин паричните потоци, печалбите и стойността на компанията се

Ирена Николова

променят в отговор на измененията на основните макроикономически променливи. Първоначално се очертава кръгът от макроикономически променливи, чието въздействие върху компанията ще се изследва (в нашия случай – валутният курс). След това с помощта най-често на регресионен анализ се определят коефициентите на чувствителност на отделните финансови показатели спрямо измененията на избраните променливи. Важно условие за надеждността на такъв подход е използването на данни от достатъчно продължителен период.

### **Изводи**

След направения анализ, чиято цел е дефиниране на понятието „валутен риск” могат да бъдат направени следните изводи:

- Общото определение за валутният риск е, че той се проявява при колебанията на валутните курсове. Причините, които водят до тази промяна в курса на две валути могат да се разделят в две основни групи: фактори, които влияят на курса в дългосрочен план и фактори, които оказват влияние на валутните курсове в краткосрочен план. Цикличността на процесите в икономиката могат да допринесат за по-лесното идентифициране на общата тенденция при прогнозиране на тенденцията за промените във валутните курсове, а техническият анализ допълнително прецизира и представя историческата информация за движенията на курсовете.

- С оглед на това на кое икономическо ниво се разглежда валутният риск, могат да се различат проявления на валутния риск на макроикономическо и микроикономическо ниво. При всяко от тези нива валутният риск има свои особености, които допринасят за разглеждането на този вид риск от всички възможни аспекти. Целта на подобно разграничение на проявленията на валутния риск е изясняване на причинно-следствената връзка между промените в икономическата среда и нейното отражение върху дейността на компаниите от нефинансовия сектор.

- В зависимост от откритостта или изложеността към валутен риск, се различават три вида: налична, счетоводна и икономическа. Те се определят и като видове на валутния риск, които се различават в при компаниите от нефинансовия сектор. Чрез всяка една от тези откритости може да се насочат

Ирена Николова

определени мерки за управлението на валутния риск и да се намали неговото влияние върху дейността на компанията.

### **Заключение**

Изследването на проблема с валутния риск е особено важен за управлението на риска като в компаниите по време на криза и рецесия. Доброто познаване на факторите, които влияят на промените във валутния курс, както и анализирането на макроикономическите показатели за състоянието на една икономика, са предимство за тези от компаниите от финансовия и нефинансовия сектор, които могат да съобразяват своите корпоративни стратегии с това. Дали състоянието на криза в икономиката е „унищожителен“ фактор за компанията или дава нови хоризонти за развитие, зависи до голяма степен от това как се политиката на компанията изпълнява своята стратегия и доколко добре може да планира своите дейности за периода след преминаването на кризата.

### **Литература**

1. Агапова, И. История экономической мысли, Ассоциация авторов и издателей „Тандем”, Издательство ЭКМОС, Москва, 1998.
2. Адамов, В. и А. Захариев. Финансов анализ, Абагар, Велико Търново, 1999 г.
3. Ангелов, Г. Биография на Фридрих Хайек, <http://georgiangelov.com/>, м. март 2010 г.
4. Арманд, А., Д. Люри, В. Жерихин и др. Анатомия кризисов, „Наука”, Москва, 1999.
5. Българска народна банка. Международни валутни резерви, под общата редакция на Ц. Манчев, 2008 г., стр. 21, 27.
6. Даскалов, П. и Св. Масларов. „Външна търговия: техника на финансирането”, Princesps, София, 2000 г.
7. Закон за Българската народна банка, Обн., ДВ, бр. 46 от 10.06.1997 г., в сила от 10.06.1997 г., и последна промяна бр. 44 от 12.06.2009 г., в сила от 12.06.2009 г., чл. 28, ал. 3, м. март 2010 г.
8. Закон за допълнителния надзор върху финансовите конгломерати, Обн., ДВ, бр. 59 от 21.07.2006 г., в сила от деня на влизане в сила на Договора за присъединяване на Република България към Европейския съюз - 1.01.2007 г., изм. и доп., бр. 52 от 29.06.2007 г., в сила от 1.11.2007 г., Допълнителни разпоредби, ал. 1, т. 6., м. февруари 2010 г.
9. Инджова, Цв. Техника на външнотърговската дейност, Нов български университет, 5то допълнено издание, 2008 г., стр. 87.



Ирена Николова

10. Коландър, Д. Основи на икономиката. Том 1. Макроикономика. Университетско издателство „Св. Климент Охридски“, София, 1999 г. стр. 411-417, 404, 141, 143-144.
11. Кондратьев, Н. Проблемы экономической динамики, Экономика, Москва, 1989, стр. 174.
12. Маринов, М. Спекулативните решения на валутните пазари. – Банки, инвестиции, пари, 2009, №9-10.
13. Масларов, Св. Валута и международни финанси. Princesps, 4то допълнено и преработено издание, София, 2001 г., стр. 286-296.
14. Масларов, Св., Д. Тошева. Финансиране на външнотърговските сделки. Нов български университет, 2007 г.
15. Масларов, Св., И. Николова. Валутният риск и неговото управление в условията на финансова глобализация. Годишник на ВУЗФ, 2008 г., стр. 52.
16. Международен счетоводен стандарт 21 “Ефекти от промените в обменните курсове”, <http://www.account-bg.info>, м. март 2010 г.
17. Международен счетоводен стандарт 39 „Финансови инструменти: признаване и оценяване”, <http://www.account-bg.info>, м. март 2010 г.
18. Миркович, К. Международна икономика. Тракия-М, София, 2000г., стр. 201.
19. Пилбийм, К. Международни финанси. ФТР, София, 1995 г., стр. 40-41.
20. Попчев, И. Стратегии за управление на риска. Нов български университет, 2004 г., стр. 23.
21. Пътев, П. Международен финансов мениджмънт. Абагар, Велико Търново, 2000 г.
22. Пътев, П. и Н. Канарян. Управление на портфейла. Абагар, Велико Търново, 2008 г.
23. Ротбард, М. Икономическите депресии: причини и депресии. Сборник „Кой е виновен за кризата? Отговорът на австрийската икономическа школа. Сиела, София, 2010 г., стр. 122.
24. Савов, С. Макроикономика. 4-то издание, Тракия-М, София, 1997г., стр. 357-359.
25. Стоименов, М. Международни финанси. „Очи“, София, 2002 г., стр. 183-187.
26. Стоименов, М, В. Тодорова. Финансиране на международната търговия. Тракия-М, София, 2009 г., стр. 573.
27. Стратегия за управление на държавния дълг, 2009-2011 г., м. юни 2009 г., [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg), м. февруари 2010 г., стр. 19-20.
28. Търговски закон, Обн., ДВ, бр. 48 от 18.06.1991 г., в сила от 1.07.1991 г., последно изменение бр. 82 от 16.10.2009 г., м. март 2010 г.
29. Черепков А. Теория длинных волн Кондратьева, <http://ss.xsp.ru/st/019/index.php>, 2006.
30. Яковец, Ю. Волны Кондратьева и цикличная динамика экономики и воин: теория и будущее, „Экономические стратегии”, №3-2005.
31. Andersen, T. A Strategic Risk Management Framework for Multinational Enterprise, Copenhagen Business School, September 2005.
32. Bagus, P. Austrian Business Cycle Theory: Are 100 Percent Reserves Sufficient to Prevent a Business Cycle?, Libertarian Papers 2, 2/2010, pp.1-2.

Ирена Николова

33. Besomi D. Clément Juglar and the Transition From Crises Theory to Business Cycle Theories. Paper prepared for a conference on the occasion of the centenary of the death of Clément Juglar, Paris, December 2005, pp. 7-8.
34. Bodie, Z., A. Kane, A. Marcus. Essentials of Investments. Irwin, 1992, p. 609.
35. Borio, C., G. Galati and A. Heath. FX Reserve Management: Trends and Challenges, Bank for International Settlements, May 2008, pp. 5-7, 9-10.
36. Bronson, B. A Forecasting Model That Integrates Multiple Business and Stock Market Cycles, Bronson Capital Market Research, <http://www.financialsense.com>, 2002.
37. Buckley, A. Multinational Finance, 4<sup>th</sup> Edition, Pearson Education Ltd., 2000, p. 136.
38. Cameron, J. How to ride the cycles. Berkeley Futured Ltd., <http://www.usastores.com/Consensus/>, 2005.
39. Eun, C., B. Resnick and D. Brean. International Financial Management: Canadian Perspectives, McGraw-Hill Higher Education, 2005.
40. European Central Bank. European Union Balance of Payments/ International Investment Position in Statistical Methods, May 2007, p. 19.
41. Fekete, Antal E. Causes and Consequences of Kondratiev's Long-Wave Cycle, Memorial University of Newfoundland, <http://www.financialsense.com>, 2005.
42. Giddy, I. and G. Dufey. The Management of Foreign Exchange Risk. <http://pages.stern.nyu.edu/>, March 2010.
43. Greuning, H. "International Financial Reporting Standards: A Practical Guide", Washington, 2005.
44. IMF, WB. Guidelines for Public Debt Management. The International Monetary Fund and the World Bank. Washington, D.C., 2001, pp. 26-28, pp. 11, Box 1.
45. International Monetary Fund. Balance of Payments Manual, 5th edition. International Monetary Fund, 1993.
46. International Reserves. <http://www.ecb.int/> - страница на Европейската централна банка, м. март 2010 г.
47. Kim, S. and H. Kim. Global Corporate Finance. 6th Edition, Blackwell Publishing, 2006, pp. 222-224.
48. Madura, J. International Financial Management, 9th edition, South-Western/ Cengage Learning, 2008.
49. Melecky, M. A Cross-Country Analysis of Public Debt Management Strategies. The World Bank, Banking and Debt Management Department, July 2007, p. 4.
50. Mises, L. The Theory of Money and Credit, Yale University Press, 1953.
51. Mishkin, F. The Economics of Money, Banking and Financial Markets. 5<sup>th</sup> Edition, Addison-Wesley, 1998, pp. 169-179.
52. Morley, J. and J. Piger. The Asymmetric Business Cycle. Washington University in St. Louis and University of Oregon, March 2010, pp.1.
53. O'Brien, T. Global Financial Management, John Wiley & Sons, Inc., 1996.
54. Papaionnou, M. Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms. South-Eastern Europe Journal of Economics 2 (2006), pp. 129-146.

Ирена Николова

55. Попов, V. and Y. Stutzmann. How is Foreign Exchange Risk Managed: An Empirical Study Applied to Two Swiss Companies, University of Lausanne, October 2003.

56. Schumpeter, Joseph. Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. New York Toronto London : McGraw-Hill Book Company, 1939, p. 156.

57. Shapiro, A. Multinational Financial Management, 5th Edition, Prentice-Hall, Inc., 1996, p. 817.