

ХЕДЖИРОВАНИЕ ВАЛЮТНЫХ РИСКОВ НЕФИНАНСОВЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ: СОСТОЯНИЕ И ПУТИ РАЗВИТИЯ

В условиях углубления процесса интернационализации мирового хозяйства и перехода к глобализации мировой экономики проблема профессионального управления рисками и оперативного учета факторов риска приобретают первостепенное значение для участников финансового рынка.

Среди рисков, оказывающих наиболее разрушительное влияние на финансовые показатели экономики страны, следует выделить валютные риски, связанные с изменением валютных курсов. По оценкам аналитиков крупнейших международных инвестиционных банков, индекс волатильности¹ мировых валют в настоящее время находится на одном из самых высоких значений, уступая лишь периодам азиатского финансового кризиса 1997–1998 гг. и мировому финансовому кризису 2008 г.

Волатильность валютного рынка оказывает негативное влияние на деятельность предприятий-участников внешнеэкономической деятельности, снижает финансовый результат их работы в случае неблагоприятного изменения валютного курса.

В результате изменений курсов валют реальная стоимость покупаемого или продаваемого товара может значительно отличаться от ожидаемой. В конечном итоге контракт, поначалу казавшийся выгодным, может стать убыточным.

Валютный риск – категория вероятностная. Спрогнозировать и предугадать тренд курса иностранной валюты не представляется возможным.

На курсовую динамику оказывает влияние много разных факторов – от решений центральных банков до поведения цен на мировых сырьевых рынках. Учитывая открытый характер экономики Республики Беларусь, высокую зависимость Беларуси от цен на нефть, управление валютными рисками на современном этапе является одним из основных направлений деятельности предприятий.

Результатом эффективного управления валютным риском является уменьшение убытков при изменениях курсов мировых валют, снижение неопределенности будущих финансовых потоков, обеспечение более эффективного финансового менеджмента и уменьшение колебаний прибыли.

В вопросе управления валютным риском следует особо подчеркнуть сложность (если не выполнимость) прогнозирования валютного курса на длительную временную перспективу. Поэтому управле-

ние валютным риском должно строиться на изучении всех случаев возникновения ущерба в прошлом, прогнозировании вероятности их появления, предварительном обосновании способов предупреждения или возмещения возможного ущерба.

Одним из распространенных и эффективных способов риск-менеджмента в области осуществления операций на валютном рынке является применение методов хеджирования валютных рисков.

Хеджинговые сделки (хеджирование) представляют собой срочные сделки, заключаемые в целях предотвращения возможных убытков в результате изменения цен и курсов товарных, валютных и фондовых рынков и бирж. Они проводятся не для спекулятивных целей, а осуществляются, главным образом, с целью минимизации риска.

Мировая практика свидетельствует, что одним из основных и наиболее востребованных способов ограничения и управления валютными рисками является использование производных финансовых инструментов (далее – ПФИ).

Решение задачи минимизация валютных рисков нефинансовых организаций предопределяет необходимость:

1) пересмотреть существующие подходы и принципы управления валютными рисками;

2) расширить практику использования инструментов хеджирования валютных рисков на финансовом рынке.

Хеджирование в мировой практике достаточно давно применяется с целью оптимизации валютных рисков, постоянно растет количество и разнообразие методов и инструментов, при помощи которых осуществляется хеджирование.

В Республике Беларусь институт хеджирования только начинает зарождаться, его развитие во многом будет зависеть от правильного формирования законодательной базы, регулирующей совершение операций хеджирования. Нами будут исследованы сущность, механизм, стратегии и инструменты хеджирования валютных рисков на основе зарубежного опыта, а также будут обозначены практические рекомендации по развитию института хеджирования валютного риска нефинансовыми организациями в современных условиях Республики Беларусь (далее – РБ).

¹ Волатильность – ценовая изменчивость.

Для начала приведем несколько определений и общепринятых трактовок понятия «хеджирование», представленных в зарубежной экономической литературе (табл. 1).

Подчеркнем, что операция хеджирования предполагает совершение двух сделок. Одна сделка является обычной срочной и по ней субъект экономики принимает на себя обязательства совершить какие-то действия в будущем по зафиксированной цене. Другая – является сделкой с производным инструментом, с помощью которой экономический субъект защищает себя от неблагоприятного изменения цены (курса) того финансового актива, относительно которого он принял на себя срочные обязательства. Кроме того, отметим, что для участников рыночных отношений ценовые (курсовые) риски имеют значение не только по заключенным срочным сделкам, в которых они принимают обяза-

тельства на совершение будущих действий по покупке/продаже актива. Ценовые (курсовые) риски являются для них значимым фактором и при планировании будущих действий. В этом случае через заключение сделки с производным инструментом производитель или потребитель товара получает возможность зафиксировать приемлемый для себя уровень будущей цены товаров, защищая тем самым свои планы от риска ценовых (курсовых) изменений. С другой стороны, операция хеджирования не всегда предполагает обязательное и одновременное совершение двух сделок: срочной сделки с товаром, подверженным валютному риску и сделки с производным инструментом на будущую поставку этого товара. С помощью производных можно хеджировать не только уже принятые обязательства на совершение будущих действий, но и свои планы по будущим действиям.

Таблица 1

Подходы к определению понятия «хеджирование»

Автор	Сущность понятия
Балабанов И. Т.	Метод «страхования валютных рисков от неблагоприятных изменений курса валют в будущем» [3, с. 139]
Редхед К., Хьюс С.	«Процесс уменьшения риска возможных потерь» [4, с. 22], «минимизация ценового риска по позиции спот путем открытия противоположной позиции по тому же финансовому инструменту или товару с последующим ее зачетом» [4, с. 287]
Росс С., Вестерфилд Р. и Джордан Б.	«Снижение зависимости фирмы от колебаний цен или процентных ставок» [5, с. 678]
Бланк И. А.	В широком толковании характеризует процесс использования любых механизмов уменьшения риска возможных финансовых потерь – как внутренних (осуществляемых самим предприятием) так и внешних (передачу рисков другим хозяйственным субъектам – страховщикам) [6, с. 272]
Буренин А. Н.	Хеджирование состоит в нейтрализации неблагоприятных изменений цены актива [7, с. 5]
Бункина М. К., Семенов А. М.	Это инструментарий, используемый для минимизации потерь от валютных колебаний. Он действует главным образом путем открытия противоположной позиции по той же валюте. Техника хеджирования включает использование форвардных, фьючерсных, опционных операций, процентных свопов [8, с. 60]
Галанов В. А.	«Страхование риска изменения цены актива, процентной ставки или валютного курса с помощью производных инструментов» [9, с. 53]
Пупликов С. И.	Управление валютными рисками или страхование таковых [10, с. 92]
Шапкин А. С.	Хеджирование – это процесс уменьшения риска возможных потерь [11, с. 304]

Источник: разработка автора на основании источников [1-11].

Следовательно, можно констатировать, что у производных инструментов, кроме отмеченного уже нами главного назначения – фиксировать будущую цену, имеется еще одно дополнительное целевое назначение – хеджировать неблагоприятное развитие ценовой ситуации (курсовой волатильности) на срочном рынке.

Важным моментом здесь является то, что присутствие в экономике срочного рынка (рынка базисного актива ПФИ) и рынка производных ПФИ, абсолютно разных с точки зрения механизмов функционирования, приводит к появлению феномена хеджирования, в процессе которого сальдируются

результаты двух сделок – срочной сделки с базовым активом и сделки с ПФИ. Можно сказать, что по своей экономической сути хеджирование является неттинговым¹ процессом.

Экономическая концепция хеджирования – это процесс заключения новых сделок и установления взаимосвязей между сделками для обеспечения необходимого взаимозачета, направленного на снижение финансового (валютного) риска. Операция хеджирования заключается в нахождении количественной связи между изменениями цен хеджируемого актива на двух его различных рынках: первичном и вторичном. Эта связь имеет объективный эко-

¹ Неттинг (англ. Netting) – процесс, при котором денежные требования клиента засчитываются против его денежных обязательств (то есть взаимозачёт в области денежного оборота).

номический характер, ибо на разных рынках одного и того же актива изменения цен в среднем тесно взаимосвязаны.

Необходимо сразу отметить, что когда мы употребляем термин "хеджирование", то имеем в виду, прежде всего, цель сделки – оптимизацию рисков, а не применяемые средства. Основным отличием хеджирования от других видов операций является то, что его целью является не извлечение дополнительной прибыли, а снижение риска потенциальных потерь. Это отличие выявляет главную цель хеджирования – достижение оптимальной структуры риска, то есть, оптимального соотношения между преимуществами хеджирования и его стоимостью.

Целями хеджирования могут выступать [8, с. 324]:

- достижение планируемого финансового результата: больше – лучше, меньше – хуже (конкретным результатом может быть планируемая ставка инвестирования или планируемые финансовые поступления от сделки);

- достижение планируемого финансового результата: меньше – лучше, больше – хуже (конкретным результатом может быть риск, который имеет противоположную направленность – планируемая заемная ставка или планируемая стоимость проекта);

- достижение планируемого финансового итога с ограничением на минимально приемлемый результат (конкретным результатом может быть планируемый минимально приемлемый результат);

- достижение планируемого финансового итога с ограничением на максимально приемлемый результат (конкретным результатом могут быть ограничения на максимально приемлемый результат).

$$\text{Эффективность хеджирования} = \frac{\text{действительный финансовый результат}}{\text{планируемый финансовый результат}}$$

Для отнесения операций с ПФИ к операциям хеджирования необходимо обосновать высокую эффективность этих сделок, причем хеджирование должно быть высокоэффективным на практике в течение всего срока отношений по хеджированию. Данное требование разъясняется в параграфе 146 МСФО 39[15]: фактические результаты колеблются в пределах от 80 до 125%.

Процесс хеджирования валютных рисков можно описать следующей последовательностью шагов:

- 1) принятие решения хеджирования: осуществлять или нет операцию хеджирования? (оценка рисков по сравнению с возможными издержками);

- 2) определение целей хеджирования, объекта хеджирования;

- 3) на этом этапе производится сбор данных: объем валюты, отражаемой в бухгалтерском ба-

В законодательстве РФ отсутствует четкая регламентация порядка использования финансовых активов для целей страхования рисков, по которым заключаются сделки хеджирования, определены только, какие риски могут быть объектом хеджирования. Также законодательно не закреплены понятия: объекта хеджирования, хеджирования применительно к данному объекту, стратегий хеджирования и инструментов хеджирования.

Согласно МСФО 39 любая операция, в результате которой возникает валютный риск, может быть объектом хеджирования. Таким образом, можно сделать вывод, что объектом хеджирования признается риск изменения стоимости базисного актива. Объект хеджирования – это риск изменения стоимости базисного актива. Хеджируется этот риск ПФИ с разными базисными активами в зависимости коэффициента корреляции цены ПФИ и цены базисного актива. Инструментами хеджирования валютных рисков могут выступать ПФИ с базисными активами: иностранная валюта, курсы валют, ставка кредит/депозит в валюте, некоторые товарные активы, цены которых, имеют высокую корреляцию с изменением курсов валютных пар (например нефть – USD. Или GOLD – USD).

В процессе хеджирования рисков необходимо сравнивать стоимость хеджа с суммой снижаемых возможных потерь по риску. В сочетании друг с другом эти два показателя формируют эффективность операций хеджирования рисков.

При хеджировании важно точно выбрать цели хеджирования с тем, чтобы затем правильно определить его эффективность. В общем случае эффективность хеджирования определяется соотношением [6, с. 274; 11, с. 324]:

лансе, прогнозируемые в будущем валютные сделки;

- 4) разработка плана хеджирования валютных рисков (поиск того, кто осуществит хеджирование валютного риска, организация внутреннего контроля и процесса, реализация стратегии валютного хеджирования установленного или неустановленного типов);

- 5) учет операции хеджирования и анализ результатов (соответствие критериям, документирование и проверка, справедливая рыночная стоимость, для операций неустановленного типа учет прибыли/убытка, для операций установленного типа – специальный учет хеджирования).

Хеджированию присущи определенные риски. Подчеркнем, что главный риск хеджирования – это риск, связанный с изменением базисной цены. Базисный риск всегда сохраняется, потому что цены

реального и срочного рынков не отличаются значительно.

Еще одним риском является системный риск, то есть риск, связанный с внезапными изменениями внешних факторов (законодательной базы, введением новых ставок акциза, пошлины).

Приведем наиболее часто встречаемые определения и понятия «производный финансовый инструмент», представленные в отечественной и зарубежной экономической литературе (табл. 2).

Таблица 2

Подходы к определению термина «инструменты хеджирования»

Автор	Понятие	Сущность понятия
Галанов В.А.	Производный инструмент	В широком понимании – это инструменты рынка, основывающиеся на современных деньгах, ценных бумагах и контрактах и рыночных механизмах, целенаправленно сконструированных для его участников и использующих различия в ценах, ставках и курсах реальных активов во времени и в пространстве, минуя операции с самими активами. В узком смысле – это производные инструменты, основанные на контрактах [9, с. 23]
Пушиков С.И.	Финансовый инструмент срочной сделки	Договор участников срочной сделки [10, с. 96]
НСФО 39	Инструмент хеджирования	Определенный производный инструмент или (только для хеджирования риска изменений валютных курсов) непроизводный финансовый актив либо непроизводное финансовое обязательство, справедливая стоимость или потоки денежных средств которого, как ожидается, будут компенсировать изменение справедливой стоимости или потоков денежных средств по определенному объекту хеджирования [12]
МСФО 39	Финансовый инструмент	Договор, в результате которого возникает финансовый актив у одного предприятия и финансовое обязательство или долевой инструмент у другого [15]
п.160 Налогового Кодекса Республики Беларусь	Финансовый инструментом срочных сделок	Финансовым инструментом срочных сделок признается договор, являющийся производным финансовым инструментом, стоимость которого зависит от цены или другого количественного показателя базисного актива договора, предусматривающий реализацию прав и (или) исполнение обязательств по данному договору в будущем [16]
Роберт У. Колб	Финансовые деривативы	Представляют собой финансовые инструменты, в основе которых лежат другие, более простые финансовые инструменты – как правило, те обращаются на наличном рынке, например, облигация или акция [17, с. 9]

Источник: разработка автора на основании [9-10; 12; 15-17].

Объединяющим началом всего многообразия инструментов хеджирования валютных рисков служат их ключевые свойства: их стоимость меняется при изменении базисной переменной, для их приобретения не требуются инвестиции либо необходимы незначительные первоначальные инвестиции, расчеты по данным инструментам осуществляются в будущем.

Производный инструмент всегда базируется на рыночном активе, цена которого подвержена рыночным колебаниям и ее значение в период действия этого инструмента постоянно изменяется. Так как волатильность цены базисного актива формирует спрос и предложение на данный производный инструмент со стороны различных инвесторов (спекулянтов и хеджеров), то есть формирует рынок самого производного инструмента.

Участники рынка, заключающие сделки с производными инструментами в целях хеджирования валютных рисков, называют хеджерами, участников спекулятивного рынка, принимающих риски, – спекулянтами. Критерий, лежащий в основе разделения операций на хеджерские и спекулятивные, является чрезвычайно важным, поскольку учет и налогообложение этих сделок существенно отличается. Хеджируясь, субъект экономит на прибыли, но защищается от убытков. Значит основная цель хеджирования это сокращение убытков, чем увеличение прибыли. Спекулянт преследует цель – получение прибыли.

Основными производными финансовыми инструментами срочного рынка, предназначенными для хеджирования валютных рисков, могут быть ва-

лютный форвард, валютные фьючерсы, валютные опционы и свопы.

В ходе изучения характеристик основных ПФИ, выявлена двойственная природа рыночных отношений в производном финансовом инструменте. Поскольку любой инструмент рынка – это соглашение, по крайней мере, двух сторон, постольку участнику рынка, пытающемуся сохранить свой капитал, должен противостоять другой участник рынка, который согласен рискнуть своим капиталом в надежде на получение дохода от данного инструмента рынка. В результате производный инструмент есть и инструмент сохранения капитала, и инструмент его приумножения. В противном случае производный инструмент не мог бы появиться на рынке, цель которого – увеличение капитала, а не только его сохранение.

Отличительной особенностью производных финансовых инструментов является то, что момент исполнения обязательств по контракту отделен от времени его заключения определенным промежутком, то есть они имеют срочный характер¹. Таким образом, предназначение хеджирования в том, чтобы устранить неопределенность будущих денежных потоков (как отрицательных, так и положительных), что позволит иметь полное представление о будущих доходах и расходах, возникающих в процессе финансовой или коммерческой деятельности [4, с. 133].

Считается целесообразным дать собственное определение понятию «инструменты хеджирования».

Инструмент хеджирования – производный финансовый инструмент, используемый для оптимизации ценового риска базисного актива по принятым и планируемым обязательствам с наибольшей возможной эффективностью согласно разработанной стратегии хеджирования и позволяющий при ее реализации (при определенных условиях) получать дополнительную финансовую прибыль.

Хеджирование, как метод минимизации рисков, имеет ряд очевидных достоинств по сравнению с другими методами:

– срочные контракты, на основе которых осуществляется хеджирование, фиксируют уровень цен базисного актива, и позволяют не проводить прогнозирование изменения стоимости базисного актива, а зафиксировать ее на приемлемом для себя уровне;

– на основе информации, которую несут в себе срочные контракты, можно легко ориентироваться в спросе и предложении на те или другие активы и таким образом страховать от потерь.

Предлагается новое определение хеджирования, которое включает следующие основные отличительные его признаки:

1) самостоятельный вид экономических отношений, основанный на использовании инструментов хеджирования;

2) обеспечивает большую объективную предсказуемость будущего финансового потока (отличает процесс хеджирования от других методов управления рисками);

3) оптимизирует риски основной коммерческой деятельности субъекта хозяйствования (отличает хеджирование от спекуляции и арбитража, которые также используют производные финансовые инструменты);

4) учитывает предположения относительно возможных изменений риск-фактора в будущем с целью осуществления эффективного хеджирования.

Хеджирование – самостоятельный вид экономических отношений по поводу оптимизации ценового риска по принятым и планируемым обязательствам посредством использования инструментов хеджирования с наибольшей возможной эффективностью.

Проведем анализ условий осуществления операций хеджирования в Республике Беларусь на биржевом и внебиржевом рынках.

Относительно биржевого рынка инструментов валютного хеджирования отметим, что к обращению на ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» (далее – ОАО БВФБ) в настоящее время допущены беспоставочные (расчетные) валютные фьючерсы и фьючерсы на цены драгоценных металлов, которые не получили своего распространения и применения. До середины 2015 года основной причиной такой ситуации была сложившаяся устойчивая однонаправленная тенденция спроса на фьючерсные контракты на курс иностранных валют к белорусскому рублю при отсутствии встречного предложения, что обуславливало невозможность удовлетворения потребностей клиентов в приобретении иностранной валюты по фьючерсным контрактам. Однако с переходом НБ РБ к режиму монетарного таргетирования и возросшей волатильности валютных курсов, в стране начинает формироваться спрос на эти инструменты как со стороны покупки, так и со стороны продажи, что связано с необходимостью хеджирования валютных рисков.

Номенклатура фьючерсных контрактов представлена шестимесячными фьючерсами на основные валюты экспортно-импортного оборота республики (доллар США, евро и российский рубль), фьючерсом на курс EUR/USD и трехмесячными и шестимесячными фьючерсами на цену золота, которая имеет высокую корреляцию с курсом доллара США.

¹ Под срочным контрактом понимается договор на поставку актива, в качестве которого могут выступать различные материальные ценности, товары, финансовые инструменты (валютные средства, ценные бумаги и т.д.), в установленный срок в будущем на согласованных условиях.

Размер биржевых сборов по операции с фьючерсами составляет 0,0001% от суммы сделки с покупателя и продавца. К прямому участию в торгах фьючерсами допускаются банки и профессиональные участники рынка ценных бумаг. Иные лица – юридические, физические лица (далее – клиенты) имеют возможность совершать сделки с фьючерсами через участников торгов, заключив соответствующий договор.

В части отсутствия на рынке риск-тейкеров¹, которые готовы были бы взять на себя позиции по покупке/продаже валюты с форвардными датами исполнения: в настоящее время только 4 банка² (МТБ-банк, ОАО «Приорбанк», БПС – Сбербанк, БелВЭБ) на внебиржевом рынке предлагают заключение форвардных контрактов на покупку, продажу, конверсию иностранных валют. В настоящее время практически единственным контрагентом субъектов хозяйствования на внебиржевом рынке хеджирования является «Приорбанк» ОАО, предложение которого по заключению форвардных контрактов на покупку, продажу, конверсию иностранных валют превышает имеющийся спрос со стороны клиентов³. При этом, маржа Банка по данным сделкам минимальна.

Следует отметить имеющиеся проблемы в вопросе ценообразования инструментов валютного хеджирования. Отсутствие на фондовом рынке бенчмарков доходности по среднесрочным и долгосрочным долговым инструментам, номинированным в белорусских рублях, затрудняет ценообразование форвардного курса и, тем самым, ограничивает возможности риск-тейкеров по форвардной покупке/продаже белорусских рублей. Наличие индикативных процентных ставок по белорусскому рублю важно, во-первых, для банков-нерезидентов, которые сталкиваются с проблемой отсутствия рыночных процентных ставок и невозможностью обосновать рыночный механизм ценообразования форвардов с белорусским рублем регуляторам и проверяющим органам. Это обуславливает готовность банков Республики Беларусь котировать форварды клиентам только на короткие сроки – до 1-3-х месяцев. При этом, предприятия зачастую заинтересованы в хеджировании валютного риска на срок от 3 до 12 месяцев и более⁴. В таких случаях банки вынуждены закладывать высокие рыночные риски в уровень маржи, в результате чего оферта по форвардному курсу становится не выгодной для клиента. Во-вторых, указанные показатели доходности необходимы для осуществления предприятиями достоверного расчета, предоставляемого в налоговые органы, для отнесения сделок с финансовыми ин-

струментами срочного рынка к операциям хеджирования.

Проблема бенчмарков доходности по долгосрочным долговым инструментам, номинированным в белорусских рублях, связана с отсутствием в обращении соответствующих по срокам эталонных выпусков ценных бумаг.

Кроме того, перечень финансовых активов, которые могут быть использованы в качестве базисного актива при организации биржевых торгов на текущий момент нормативно ограничен. Не решены также вопросы организации клиринга по операциям с ПФИ, в состав базисных активов которых не входят производные ценные бумаги, а также регулирования рисков биржи при торговле данными инструментами (финансовое обеспечение, гарантийные фонды), требований к биржевым посредникам (лицензирование, требований к финансовому капиталу и др.), осуществляющих торговлю такими ПФИ.

Для дальнейшего успешного развития срочного рынка необходим единый подход к установлению общих принципов и правил торговли для всех видов ПФИ, единое законодательство, регулирующее правоотношения в области операций с ПФИ и инфраструктура, обеспечивающая прозрачность и доступность услуг с ПФИ для широкого круга потенциальных участников.

По различным оценкам, на долю внебиржевого рынка приходится от 80 [6, с. 13] до 95% [2] мировой торговли ПФИ. Важно отметить, что мировой финансовый кризис не привел к существенному падению торговой активности на данном рынке, однако привел к повышению среднего уровня гарантийного обеспечения (рассчитываемому как отношение рыночной стоимости открытых позиций к их номинальной стоимости) по всем основным группам внебиржевых ПФИ.

Несмотря на то, что крайне сложно дать количественную оценку параметров развития внебиржевого рынка ПФИ, существуют достаточные основания полагать, что в ближайшие годы тенденция к его умеренному росту сохранится в силу следующих фундаментальных факторов:

- ослабление кризисных явлений в мировой экономике и, как следствие, рост торговой активности на рынке ПФИ (как на биржевом, так и на внебиржевом сегментах);

- усложнение характера финансовых рисков, принимаемых на хеджирование участниками рынка, приводящее к постоянному формированию потребностей в новых видах синтетических и экзотических ПФИ (главным образом внебиржевых). указанные

¹ Риск-тейкер – предприниматель, склонный к риску, лишенный боязни риска.

² По данным официальных интернет сайтов банков.

³ Внутренний лимит Банка по форвардным контрактам с клиентами составляет +/-5 млн долл. США (в эквиваленте). Максимальная сумма одновременно заключенных сделок за всю историю применения.

⁴ По материалам исследования на тему «Хеджирование валютных рисков нефинансовыми организациями», проведенного по заказу НБ РБ немецкой экономической группой.

факторы позволяют говорить о том, что в среднесрочной перспективе объем финансовых ресурсов и рисков, перераспределяемых посредством внебиржевого рынка ПФИ, будет динамично расти, следовательно, актуальной проблемой является разработка механизмов обеспечения его прозрачности и стабильности.

Ключевым элементом новой инфраструктуры внебиржевого рынка ПФИ является репозитарий (trade repository) – институт финансового рынка, осуществляющий получение, накопление и систематизацию данных о срочных внебиржевых сделках, а также раскрытие указанной информации. Репозитарий получает данные о заключенных сделках в форме стандартизированных сообщений от участников рынка, выступающих сторонами по сделке. К основным функциям репозитария относятся:

– предоставление детализированной информации саморегулируемым организациям, судебным и иным арбитражным органам в целях эффективного разрешения споров между участниками рынка в отношении внебиржевых сделок;

– предоставление консолидированной информации регулирующим органам с целью управления системным риском рынка ПФИ и минимизации общего системного риска национальной финансовой системы;

– предоставление сводной аналитической информации участникам рынка с целью оптимизации процедур управления рисками, решения иных операционных и стратегических задач. Основной проблемой, связанной с созданием репозитария, как нового института финансового рынка, является необходимость его интеграции в существующую инфраструктуру национальных финансовых рынков.

Объем данных, получаемых репозиторием, должен быть достаточным для формирования отчетности, отвечающей требованиям всех потенциальных пользователей информации, – прежде всего, регулирующих и судебных органов.

Исходя из анализа зарубежной практики, можно выделить два типа институтов репозитарной деятельности: репозитарии, как самостоятельные организационные структуры; репозитарии, как функция самостоятельной организационной структуры (как правило, центрального банка).

Наибольшее распространение получили инфраструктурные организации.

В Российской Федерации репозитарии также являются инфраструктурными организациями и созданы на площадках бирж: системно значимый торговый репозитарий НКО ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» входит в состав группы «Московская биржа», второй российский репозитарий функционирует на площадке ОАО «Санкт-Петербургская биржа».

В Республике Казахстан осуществление деятельности по формированию и ведению системы реестров сделок с производными финансовыми инструментами возложено на АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» – дочернюю организацию Национального Банка Республики Казахстан.

В Республике Беларусь целесообразность развития института репозитарной деятельности связана со становлением рынка внебиржевых ПФИ, в том числе валютных.

Считается возможным указать основные факторы, сдерживающие использование инструментов хеджирования (внебиржевых и биржевых) в Республике Беларусь.

1. Отсутствие нормативных правовых документов, регламентирующих и разъясняющих порядок проведения и учета нефинансовыми организациями операций хеджирования.

2. Отсутствие нормативных правовых документов, устанавливающих порядок налогообложения доходов нефинансовых организаций по операциям хеджирования валютных рисков и учета возникающих расходов в налогообложении.

3. Низкое качество корпоративного риск-менеджмента на предприятиях Республики Беларусь.

4. Отсутствие на валютном рынке риск-тейкеров, которые готовы были бы взять на себя позиции по покупке/продаже валюты с форвардными датами исполнения.

5. Отсутствие на рынке бенчмарков доходности в белорусских рублях по среднесрочным и долгосрочным долговым инструментам.

6. Отсутствие развитой инфраструктуры (репозитария) и развитой номенклатуры как биржевого так и внебиржевого срочного рынка.

Представляется возможным сделать вывод о том, что, во-первых, ликвидность белорусского рынка ПФИ нельзя назвать удовлетворительной, по сути рынок ПФИ в РБ отсутствует. По этой причине, на наш взгляд, проблема неразвитой инфраструктуры хеджирования в РБ заслуживает незамедлительного решения. Решение этого вопроса крайне необходимо еще и потому, что участники срочных сделок предпочитают хеджировать риски на зарубежных торговых площадках, а это, в конечном счете, приведет к тому, что активность участников срочного рынка¹ РБ будет постепенно уходить на западные площадки.

В целях активизации процессов развития рынка производных финансовых инструментов (срочного рынка) в Республики Беларусь, его полноценной инфраструктуры и инструментария в соответствии с международными тенденциями видится целесообразным выделить меры, ориентированные на стимулирование развития института хеджирования ва-

¹ Срочный рынок (рынок производных финансовых инструментов) – это рынок, на котором происходит заключение срочных контрактов (форварды, фьючерсы, опцион).

лютных рисков посредством решения следующих вопросов:

- 1) развития срочного рынка;
- 2) совершенствования налогообложения операций хеджирования;
- 3) повышения уровня финансовой грамотности и осведомленности о возможностях рынка ПФИ среди участников срочного рынка.

По вопросу развития срочного рынка следует выделить такие мероприятия как:

- создание и ведение репозитория по внебиржевым сделкам;
- создание национальных индикаторов денежного рынка в белорусских рублях.

Создание эффективно функционирующего репозитория связано с необходимостью решения ряда проблем, среди которых:

- определение оптимального объема данных о сделках, предоставляемых в репозиторий;
- стандартизация сообщений о сделках;
- создание системы идентификаторов участников внебиржевого рынка;
- определение объема и порядка передачи информации конечным пользователям – участникам рынка, арбитражным и регулирующим органам.

Считается необходимым разработать нормативные правовые акты Республики Беларусь об обязательной регистрации сделок, совершенных на внебиржевом срочном рынке в ОАО «БВФБ» – Правила репозитория.

Основными проблемами, связанными с созданием репозитория в Республике Беларусь, является недостаточная степень информированности участников рынка о новой услуге, недостаток технологических решений, а также ограниченные сроки реализации проекта.

Перейдем к вопросу создания национальных индикаторов денежного рынка.

Главный современный принцип в формировании индикаторов финансового рынка – это поддержка национальными регуляторами перехода участников рынка от использования «заявленных» котировок к «торгуемым» при формировании финансового индикатора. Подобная тенденция должна стать основной и для белорусского рынка, однако для ее осуществления на практике необходимы условия для развития соответствующих сегментов национального рынка: валютного, денежного, фондового, товарного и срочного. На сегодняшний день сравнительно небольшие обороты в длинных сроках рынка не позволяют отказаться от использования «заявленных» котировок и перейти к «торгуемым».

Доверие участников рынка и практическая ценность – это два главных постулата, которые должны

быть заложены при формировании белорусской системы финансовых индикаторов. Ее качественное функционирование является залогом дальнейшего развития инструментария на различных сегментах национального финансового рынка.

Наличие регулярной информации о ставках денежного рынка в белорусских рублях на различные сроки будет способствовать развитию не только внутреннего рынка заимствований и кредитования в национальной валюте, но и рынку срочных инструментов и рынку инвестиций. Кроме того, денежный рынок одним из первых подвергается давлению в ситуации финансовой дестабилизации, и его параметры играют еще и роль опережающих сигнальных предупреждений для экономики.

На текущий момент в Республике Беларусь отсутствуют общепризнанные национальные индикаторы денежного рынка – бенчмарки доходности в белорусских рублях.

Отсутствие бенчмарков доходности по средне-срочным и долгосрочным долговым инструментам, номинированных в белорусских рублях затрудняют:

- 1) ценообразование на инструменты биржевого срочного рынка (в частности, установление расчетных цен фьючерсов в первый торговый день) и по покупке/продаже белорусских рублей по форвардам с открытыми датами исполнения);

- 2) выход на срочный рынок банков – нерезидентов, которые сталкиваются с проблемой невозможности обосновать рыночность ценообразования инструментов срочного рынка с белорусским рублем своим регуляторам и проверяющим органам;

- 3) котировку внебиржевых инструментов срочного рынка банками-резидентами на срок от 3 до 12 месяцев¹;

- 4) расчет обоснования, предоставляемого в налоговые органы физическими лицами, хеджирующими валютные и процентные риски, для отнесения сделок с финансовыми инструментами срочного рынка к операциям хеджирования.

Учитывая вышесказанное целесообразно перенести инициативу по созданию индикатора стоимости денег на ведущие финансовые учреждения – банки. Разработку документации по расчету индикаторов денежного рынка было бы целесообразно осуществлять на базе саморегулируемых организаций (далее – СРО) с последующим ее согласованием с Национальным банком (внимание регулятора к этому сегменту позволит поддержать инициативы рынка, повысить прозрачность и доверие к механизмам формирования индикаторов).

Участниками процесса формирования и расчета индикатора денежного рынка могут выступать:

¹ По данным исследования, проведенного Немецкой экономической группой по заказу НБ РБ, предприятия реального сектора экономики заинтересованы в хеджировании валютных и других видов рисков на период от 3 до 12 месяцев.

Администратор финансового индикатора – ОАО БВФБ, осуществляющая деятельность по формированию бенчмарков. Предполагается, что отчетность перед НБ РБ будет осуществляться ОАО БВФБ в отношении каждого конкретного индикатора, поддерживаемого администратором, по процедуре, установленной отдельным нормативным актом Национального банка.

Требования к деятельности администратора должны разрабатываться совместно с профессиональным сообществом в соответствии с международными рекомендациями и в том числе должны включать:

- публичное раскрытие методики расчета индикатора, которая должна быть доступна на официальном сайте администратора;
- определение и публичное раскрытие критериев отбора участников неорганизованного срочного рынка;
- требования по раскрытию информации, в том числе раскрытие информации о любых существенных изменениях в методике расчета индикатора и их обоснование;
- разработку правил формирования финансовых индикаторов и требований к участникам срочного рынка, представляющих информацию.

Для повышения доверия к финансовым индикаторам важной деталью должно являться наличие обратной связи в отношении пожеланий участников рынка по вопросам их формирования, в том числе:

- периодическое проведение анализа ситуации на рынке для выявления необходимости корректировки методики расчета индикатора;
- предоставление регулятору информации об индивидуальных котировках, обеспечение доступа к архивам иным заинтересованным лицам¹;
- создание экспертного совета из числа пользователей финансового индикатора.

Основными функциями экспертного совета должны стать наблюдение за соответствием процедуры расчета финансового индикатора методике его расчета и оценка адекватности исходных данных. Кроме того, совет может готовить предложения по изменению методики или ее параметров, в том числе на основе предложений пользователей, а также осуществлять контроль за функционированием системы обеспечения непрерывности расчета и предоставления информации.

Взаимодействие администратора с участниками, предоставляющими информацию для формирования финансовых индикаторов, должно строиться на договорных началах.

Для решения обозначенных проблем мы предлагаем двухуровневую систему управления рынка

ПФИ. На первом уровне в качестве стимулятора ликвидности срочного рынка выступают НБ РБ (как мегарегулятор) и СРО (регуляторы), на втором – сами организаторы торговли (банки, небанковские кредитно-финансовые организации (далее – НКФО) и ОАО БВФБ).

Организационная структура взаимодействия институтов финансового рынка с учетом функционирования репозитария и бенчмарков доходности представлена на рисунке.

При этом необходимо выделить следующие направления работы СРО:

- мониторинг и донесение до участников рынка информации о текущем состоянии торгов;
- сбор информации о методах повышения ликвидности на зарубежных биржах и обсуждение этой информации с ключевыми участниками торгов;
- продвижение идей срочного рынка посредством обучающих семинаров, круглых столов;
- работа над привлечением иностранных участников торгов;
- вынесение на обсуждение законопроектов, касающихся появления и развития новых ПФИ;
- подготовка мероприятий по привлечению средств паевых, страховых и пенсионных фондов на белорусский рынок ПФИ в целях совершения операций хеджирования.

Однако активных действий НБ РБ и СРО недостаточно. На втором уровне решение проблемы ликвидности должно осуществляться самими организаторами торговли – банками и ОАО БВФБ. В целях повышения ликвидности рынка ПФИ организаторы торговли должны осуществить следующий комплекс мероприятий:

- 1) наделение биржи статусом:
 - репозитария по инструментам срочного рынка.
- В вопросе организации внебиржевого рынка инструментов хеджирования валютного риска (а именно сбора, обработки и хранения информации о совершаемых на внебиржевом рынке сделках) с учетом международного опыта целесообразным является создание «репозитария» на базе уже существующего инфраструктурного института – ОАО БВФБ;
- администратора финансовых индикаторов доходности;
 - экспертного Совета по рыночным индикаторам;
 - ведение номенклатуры спецификаций срочных сделок;
- 2) передача саморегулируемым организациям функций по разработке и совершенствованию пакета Стандартной документации для участников внебиржевого финансового рынка (стандартных существенных условий договоров, номенклатуры до-

¹ Это требование дает возможность контролировать качество формирования финансовых индикаторов, а также проводить анализ данных в случае возникновения спорных ситуаций при применении участниками рынка финансовых индикаторов.

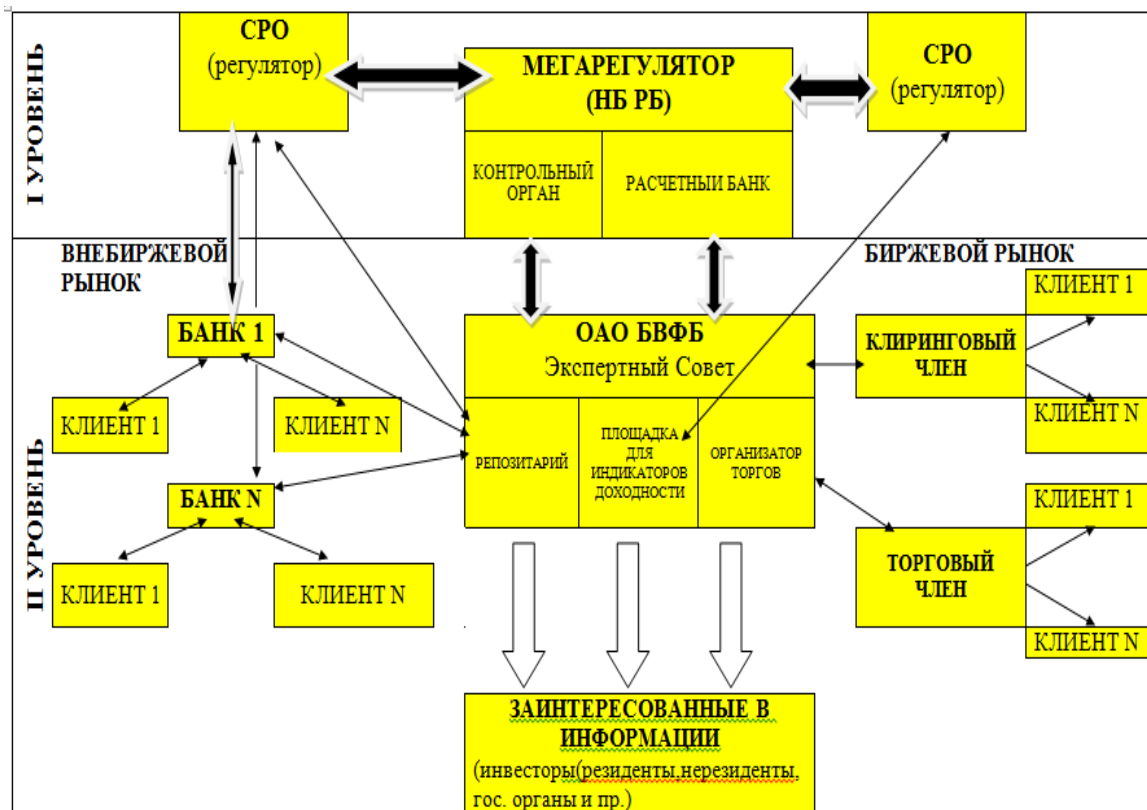


Рисунок. Организационная структура взаимодействия институтов финансового рынка РБ с учетом функционирования репозитария и бенчмарков доходности

Источник: разработка автора.

говоров, стандарты передаваемых сообщений в репозитарий, стандарты финансовой отчетности, справочники кодов участников срочного рынка и т.д.).

Необходимо также направление администратором в Национальный банк результатов самооценки своей деятельности на предмет соответствия установленным требованиям. Кроме того, дополнительно Национальный банк может запросить у администратора иную информацию, например:

- сведения о выполненной работе по рассмотрению и учету жалоб и предложений, поступающих от участников рынка – работа выполняется на основе процедур, описанных администратором во внутренних правилах;
- статистику, позволяющую контролировать качество котировок;
- отчет о проведении проверок участников, представивших информацию для формирования индикаторов доходности, на предмет выполнения утвержденных правил, разработанных администратором;
- заключения экспертного совета, составленные в ходе выполнения возложенных на него функций.

Мероприятия по развитию финансовых индикаторов должны реализовываться в сотрудничестве с профессиональным сообществом (банками, НКФО, финансовыми агентствами и непосредствен-

ным предполагаемым мегарегулятором этого сегмента рынка – Национальным банком). Основной площадкой для обсуждения в настоящий момент может выступить биржа в лице Экспертного совета по рыночным индикаторам.

Кроме того, необходимо проводить расширение номенклатуры обращающихся на ОАО «БВФБ» инструментов срочного рынка. В этой связи проработать вопросы по возможности организации торгов новыми инструментами биржевого срочного рынка (далее – фьючерсами):

- на цену нефти;
- на индексы цен (потребительских цен, цен нефтепродуктов и др.);
- на курс доллара США к иностранным валютам;
- на курс российского рубля к иностранным валютам;
- на зарубежные индексы;
- на курс юаня к иностранным валютам.

Разработать технологические схемы организации биржевых торгов опционами.

Во-вторых, с целью стимулирования развития института хеджирования валютных рисков в РБ следует решить вопрос о налогообложении хеджерских сделок. В соответствии с налоговым законодательством РБ [16], участник торгов должен предоставить налоговым органам доказательство того, что осу-

ществленные им сделки на рынке ПФИ преследовали цель хеджирования риска на рынке базового актива – обоснованный расчет. Если такие доказательства не будут предоставлены, то участник торгов подпадает под двойное налогообложение – на рынке базового актива и на рынке ПФИ. Другими словами, налоговые органы не сальдируют финансовые результаты на спот и на срочном рынках. Для хеджера это означает, что прибыль, полученная на срочном рынке, будет обложена налогом (либо налогом на прибыль, если речь идет о юридическом лице), даже если на спот-рынке финансовый результат хеджера отрицательный. Полагаем, что в вопросе налогообложения следует обратиться к зарубежному опыту. Налоговое право зарубежных стран предполагает уведомительный порядок заявления участников торгов о том, что их сделки на срочном рынке преследуют цели хеджирования риска на рынке реального товара. Если у налогового органа возникает сомнение в том, что истинной целью той или иной сделки является хеджирование риска, то именно налоговый орган, но не участник торгов, должен доказывать свою правоту в суде. На наш взгляд, отказ от внедрения западных стандартов определения статуса сделки на рынке существенным препятствием для развития срочного рынка РБ. В целях снятия этого ограничения мы предлагаем внедрить уведомительный порядок определения статуса сделки с целью хеджирования валютного риска. Данный подход призван решить следующие задачи:

- 1) избавить участников торгов от необходимости тратить время и материальные ресурсы для доказательства статуса сделок;
- 2) снять проблему двойного налогообложения;
- 3) способствовать росту интереса у участников рынка реального товара к совершению операций хеджирования риска на срочном рынке.

С целью развития биржевого срочного рынка следует внести изменения и дополнения в Налоговый кодекс Республики Беларусь в части, предусматривающей порядок определения налоговой базы по операциям с ПФИ для нефинансовых организаций и предоставления налоговых льгот по операциям с ПФИ на биржевом срочном рынке.

Совместная работа участников финансового рынка РБ по определению оптимальных решений, исходя из лучших зарубежных практик, и в первую очередь интересов и специфики текущего состояния белорусского срочного рынка и его участников должно привести к значительному повышению ликвидности белорусского рынка ПФИ, развитию инфраструктуры хеджирования в Республике Беларусь. Опираясь на изучение мирового опыта хеджирования валютных рисков нефинансовыми организациями, считается возможным указать основные факторы, сдерживающие использование инструментов хеджирования (внебиржевых и биржевых) в Республике Беларусь:

– отсутствие нормативных правовых документов, регламентирующих и разъясняющих порядок проведения и учета нефинансовыми организациями операций хеджирования, а также устанавливающих порядок **налогообложения** доходов по операциям хеджирования валютных рисков и учета возникающих расходов в налогообложении;

– низкое качество корпоративного риск-менеджмента на предприятиях;

– отсутствие на валютном рынке риск-тейкеров, которые готовы были бы взять на себя позиции по покупке/продаже валюты с форвардными датами исполнения;

– отсутствие на рынке бенчмарков доходности по долгосрочным долговым инструментам, репозитария.

В виду указанных причин, а также влияния других факторов объем заключаемых банками сделок с субъектами хозяйствования с целью покрытия последними своих валютных рисков незначителен. Предпринимаемые Национальным банком в 2015–2016 годах усилия по популяризации операций хеджирования не позволяют переломить данную тенденцию. Ключевым фактором дальнейшего поступательного развития отечественного рынка производных финансовых инструментов, а также его эффективного и надежного функционирования наряду с прочим является полноценная рыночная инфраструктура хеджирования в Республике Беларусь.

Первоочередными на данном этапе являются меры по совершенствованию механизмов регулирования сделок хеджирования валютного риска в части отражения их в бухгалтерском учете нефинансовых организаций и определения налогооблагаемой базы хеджирования, уточнения порядка раскрытия стратегии хеджирования, разработки национальной методики по расчету бенчмарков доходности в белорусских рублях на период от 1 месяца до года, создание национальной системы сбора, обработки и хранения информации о совершаемых на внебиржевом рынке сделках с ПФИ – репозитария.

Литература

1. **Официальный** сайт Национального банка Республики Беларусь. URL: www.nbrb.by. – Дата доступа: 22.12.2016.
2. **Галиц Л.** Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском / пер. с англ. под ред. А.М. Зубкова. Москва: ТВП, 1998. 576 с.
3. **Балабанов И.Т.** Риск-менеджмент. Москва: Финансы и статистика, 1996. 192 с.
4. **Редхед К., Хьюс С.** Управление финансовыми рисками / пер. с англ. Москва: Инфра-М, 1996. 288 с.
5. **Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б.** Основы корпоративных финансов: ключ к успеху коммерческой организации – финансовое планирование и управление / пер. с англ. под общ. ред. Ю.В. Шленова. Москва: Лаборатория Базовых Знаний, 2001.

- 719 с. 6. **Бланк И.А.** Управление финансовыми рисками. Киев: Ника-Центр, 2005. 600 с. 7. **Буренин А.Н.** Хеджирование фьючерсными контрактами фондовой биржи РТС. Москва: Научно-техническое общество им. Академика С. И. Вавилова, 2009. 174 с. 8. **Бункина М.К., Семенов А.М.** Основы валютных отношений: учеб. пособие. Москва: Юрайт, 1998. 192 с. 9. **Галанов В. А.** Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы. Москва: Финансы и статистика, 2002. 10. **Пупликов С. И.** Рынок ценных бумаг и валютный рынок: Банковский портфель 2005 года: учеб.-метод. пособие. Минск: Топик, 2005. 236 с. 11. **Шапкин А.С.** Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций: монография. Москва: Изд.-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2003. 544 с. 12. **Национальный стандарт финансовой отчетности 39 "Финансовые инструменты: признание и оценка" (НСФО 39) для банков, утвержденным постановлением Совета директоров Национального банка Республики Беларусь от 29 декабря 2005 г. № 422.** 13. **Шапкин А.С., Шапкин В.А.** Теория риска и моделирование рискованных ситуаций : учебник. Москва : Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2005. 880 с. 14. **Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 32 «Финансовые инструменты: представление информации» / ADE Professional Solutions.** URL: http://www.ade-solutions.com/IFRSPortal/IAS%2032_version01.pdf. Дата доступа: 12.11.2016. 15. **Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка» / ADE Professional Solutions.** URL: http://www.ade-solutions.com/IFRSPortal/IAS%2039_version01.pdf. – Дата доступа: 12.11.2016. 16. **Налоговый кодекс Республики Беларусь. Особенная часть** 29 дек. 2009 г., № 71-3 : принят Палатой представителей 11 дек. 2009 г. : одобр. Советом Республики 18 дек. 2009 г. : с изм. и доп. по состоянию на 31.12.2013 г. // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». Минск, 2014. 17. **Роберт У.** Колб Финансовые деривативы. учебник. издание 2-е пер с англ. Москва: Информационно-издательский дом Филинь, 1997. 360 с. 18. **Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.** Инвестиции : учеб. для вузов / пер. с англ. А. Н. Буренина, А. А. Васина. Москва : ИНФРА-М, 2013. 1028 с. 19. **Де Ковни, Ш., Такки К.** Стратегии хеджирования / пер. с англ. Москва: ИНФРА-М, 1996. 208 с. 20. **Халл Дж. К.** Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / пер. с англ. Д. А. Ключина. – 6-е изд. Москва : ООО «И.Д. Вильямс», 2007. 1056 с. 21. **Маршалл Дж. Ф., Бансал В. К.** Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям / пер. с англ. Москва : ИНФРА-М, 1998. 784 с. 22. **Михайлов Д.М.** Мировой финансовый рынок тенденции и инструменты. Москва: «Экзамен», 2000. 768 с. 23. **Фельдман А. Б.** Производные финансовые и товарные инструменты : учебник. Москва : Финансы и статистика, 2003. 304 с. 24. **Риск-менеджмент:** учебник / Вяткин Н. В., Вяткин И. В. и др.. Москва: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2003. 25. **Кеннет Л.** Грант Управление рисками в трейдинге. Как повысить прибыльность с помощью контроля над рисками. пер. с англ. Москва: Мир, 2005. 26. **Национальная стратегия устойчивого социально-экономического развития Республики Беларусь.** 2011. URL: <http://www.nbrb.by/finsector/forexhedging/HedgingFXRisksRB2016.pdf/>. – Дата доступа: 11.11.2016. 27. **Национальная стратегия устойчивого социально-экономического развития Республики Беларусь.** 2011. URL: [http://www.nbrb.by/finsector/forexhedging/ DerivatesMarketInternationalPractices2016.pdf/](http://www.nbrb.by/finsector/forexhedging/DerivatesMarketInternationalPractices2016.pdf/). Дата доступа: 11.11.2016. 28. **ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа».** URL: <http://www.bcse.by/>. Дата доступа: 07.01.2017. 29. **ОАО «Приорбанк».** URL: <http://www.priorbank.by/>. Дата доступа: 19.09.2016. 30. **ОАО «Московская биржа».** URL: <http://www.moex.com/>. Дата доступа: 03.08.2016. 31. **ОАО «Санкт-Петербургская биржа».** URL: <http://www.spbexchange.ru/>. Дата доступа: 03.08.2016. 32. **Официальный сайт Всемирного банка.** URL: <http://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>. Дата доступа: 22.12.2016. 33. **G-20 Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit.** Pittsburgh, 2009. September 24–25. URL: http://www.g20-g8.com/g8-g20/root/bank_objects/EN_declaration_finale_pittsburgh2009.pdf. Дата доступа: 22.12.2016. 34. **Моисеев С.Р.** Проблемы и перспективы развития торговых репозитариев // Банк России. URL: http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/moiseev_09_15.pdf. – Дата доступа: 10.08.2016. 35. **Малышев П.Ю.** Создание репозитария как способ обеспечения финансовой стабильности // Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/>. Дата доступа: 10.08.2016. 36. **Национальный статистический комитет Республики Беларусь.** URL: <http://www.belstat.gov.by/>. Дата доступа: 11.01.2017. 37. **Основные тенденции в экономике и денежно-кредитной сфере Республики Беларусь Аналитическое обозрение (Январь-ноябрь 2016 г.).** URL: http://www.nbrb.by/publications/ЕсTendencies/rep_2016_11_ot.pdf /. Дата доступа: 11.01.2017. 38. **Обеспечение финансовой стабильности: итоги 2016 г., вызовы и пути решения в 2017 г.** URL: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10349.pdf> /. Дата доступа: 11.01.2017. 39. **О плане совместных действий государственных органов и участников финансового рынка по повышению финансовой грамотности населения Республики Беларусь на 2013 – 2018 годы:** Постановление Совета министров Респ. Беларусь от 17 янв. 2013 г. № 31/1. *КонсультантПлюс. РБ.* Минск, 2014. Дата доступа: 11.01.2017.

Стаття надійшла до редакції 25.01.2018

Прийнято до друку 11.09.2018