**Струченкова. Валютные риски: анализ и управление**

Если вашем бизнесе используется две валюты, рано или поздно вы придете к идее управления валютными рисками. Особенно, учитывая ту ситуацию, которая творилась с курсом рубля весной – летом 2012 г… Рекомендую для начала – Струченкова Т.В. Валютные риски: анализ и управление. – М.: Кнорус, 2010г. – 216 с.



**Глава 1. Риск и его сущность**

Существует много различных определений риска. Мы употребляем термин «риск», когда неблагоприятное событие не наступило и не обязательно наступит, т.е. когда существует только возможность (шанс, вероятность) наступления данного события.

Неопределенность — неотъемлемая характеристика условий хозяйствования, будущая ситуация в экономике зависит от поведения большого количества субъектов и обусловлена действием очень многих факторов. Неопределенность, являясь источником (причиной) риска, проявляется в виде конкретных условий, обстоятельств, которые называются факторами риска: изменение рыночных цен, усиление рыночной конкуренции, изменение законодательства…

Можно определить риск как возможность неблагоприятного результата того или иного вида деятельности (принятия решений) в условиях неопределенности. Таким образом, риск тесно связан с неопределенностью, но эти понятия не совпадают. Понятие «неопределенность» относится ко всему множеству событий (исходов, результатов), а понятие «риск» только к тем из них, которые считаются неблагоприятными. Другими слонами, неопределенность характеризует условия деятельности, а риск характеризует последствия деятельности, которые считаются неблагоприятными.

Валютный риск возникает при проведении операции в иностранной валюте и представляет собой возможность снижения стоимости активов (получения убытков), недополучения запланированных доходов вследствие неблагоприятного изменения валютных курсов. Возникает при проведении конверсионных, внешнеторговых, кредитных, инвестиционных и других операций в иностранной валкие. Так, импортер проигрывает в результате повышения курса иностранной валюты по отношению к национальной Снижение же этого курса неблагоприятно для экспортеров. Валютный риск подразделяется на:

* операционный;
* трансляционный;
* экономический.

Наиболее важным с экономической точки зрения является *операционный валютный риск*, который возникает при проведении любых операций в иностранной валюте. Например, российский импортер покупает товары из Германии на условиях отсрочки платежа на 30 дней. Валюта платежа — евро, объем сделки — 500 тыс. евро. На момент подписания контракта 1 евро = 44,10 руб., через 30 дней (на момент платежа) 1 евро = 44,50 руб. Таким образом, в результате реализации операционного валютного риска импортер заплатит по внешнеторговому контракту на 200 тыс. руб. больше.

*Трансляционный валютный риск* возникает при консолидации счетов иностранных дочерних компании с финансовыми отчетами головной компании многонациональных корпораций, имеет бухгалтерскую природу (бухгалтерский эффект) и связан с особенностями правил учета активов и пассивов в иностранной валюте.

*Экономический валютный риск* проявляется в уменьшении прибыли и (или) снижении конкурентоспособности компании в сравнении с иностранными конкурентами в результате изменения валютного курса, Этот вид валютного риска особенно опасен для экономических субъектов стран со слабой национальной валютой.

**Глава 2. Валютный риск**

Валютный риск импортера обусловлен возможностью повышения курса валюты цены, так как эквивалент в валюте платежа повышается. Валютному риску подвержены обе стороны торгового соглашения.

Потери денежных средств (убытки) в результате изменений в курсах валют при проведении валютных операций невозможно вернуть в результате последующих благоприятных изменений валютных курсов, поэтому операционный валютный риск оказывает влияние на прибыль не только по конкретной операции, по и на будущую прибыль компании в целом.

Операционный валютный риск сопровождает внешнеторговые сделки. Ему подвержена та сторона по сделке, требования (обязательства) которой выражены в иностранной валюте. Валютный риск не устраняется, если, например, экспортер выписывает счета-фактуры в национальной валюте, в этом случае он полностью переносится на импортера.

Импортер, осуществляющий платеж в иностранной валюте, проиграет от понижения курса национальной валюты по отношению к валюте платежа. В этом случае затраты импортера в национальной валюте увеличатся, а доход в национальной валюте останется на уровне ожидаемого или даже может уменьшиться в случае чувствительности сбыта к ценовым изменениям, когда, например, его конкурентами являются внутренние производители, которые не испытывают воздействия изменения обменных курсов, или импортеры, оплачивающие товары в иностранной валюте, курс которой изменится и благоприятном направлении.

Очень важным моментом, связанным с управлением операционным валютным риском, является определение даты его возникновения. Одним из вариантов может быть дата выписки счета-фактуры. Однако еще до выписки счета как минимум для одной из сторон по контракту валютный риск возникает в момент его подписания или даже еще раньше. Например, для туристической фирмы, продающей путевки на отдых в зарубежные страны, валютный риск возникает в момент объявления сезонной стоимости туров. Так как турфирма несет затраты по организации поездок в иностранной валюте, а доход в национальной валюте зафиксирован в объявленном размере, то у турфирмы появляется риск понести убытки в случае повышения курса иностранной валюты по отношению к национальной.

Под реальным валютным курсом понимается ценность благ одной с раны, выраженная в количестве благ другой страны. Данный (безразмерный) показатель можно рассчитывать следующим образом:

*e = Pd/EPf,*

где *e* — реальный обменный курс, *Pd* — уровень цен внутри страны (в национальной валюте). *Е* – номинальный обменный курс, *Рf* – уровень цеп за рубежом (в иностранной валюте). В таком случае рост этого показателя говорит о реальном укреплении национальной валкий, падение об ослаблении. Реальный валютный курс напрямую влияет на конкурентоспособность отечественных товаров на мировом рынке и благосостояние потребителя. Например, высокий реальный курс иностранной валюты (слабая национальная валюта) стимулирует экспорт товаров и услуг из страны, дестимулирует импорт и уменьшает благосостояние потребителей (за счет высоких импортных цен).

Экономические субъекты подвергаются валютному риску не в полном объеме своих валютных операций, а только на величину открытых валютных позиций.

*Валютная позиция* отражает соотношение между требованиями и обязательствами (активами и пассивами) в иностранной валюте. Если объем требований и обязательств в определенной валюте совпадают, имеет место закрытая валютная позиция, в случае их несовпадения — открытая валютная позиция.

Открытая валютная позиция (ОВП) может быть длинной пли короткой. Длинная позиция в отдельной иностранной валюте возникает, если активы превышают пассивы в данной валюте, а короткая позиция — если по данной валюте пассивы превышают активы в этой иностранной валюте. Длинная позиция включается в расчет открытой позиции со знаком «+», а короткая — со знаком «–».

При закрытой валютной позиции валютного риска не возникает, так как в случае изменения валютного курса переоценка требований и обязательств проводится, в силу их совпадения, на одну и ту же величину. Наличие открытой валютной позиции означает возникновение валютного риска. Пока позиция не закрыта, в зависимости от рыночных колебаний валютного курса возникают потенциальные (плавающие) убытки или прибыль, которые становятся реальными только после закрытия длинной или короткой позиции.

Банки стараются держать длинные валютные позиции в сильных валютах, особенно когда ожидают повышения их курса, и короткие позиции в слабых валютах. Если произойдут непредвиденные изменения валютных курсов (сильная валюта подешевеет, а слабая подорожает), у банка возникают потенциальные убытки, которые он может не фиксировать, а подождать, пока валюта длинной позиции вновь подорожает (валюта короткой позиции подешевеет), после чего закрыть позицию с прибылью.

*Пример.* Со спекулятивными целями (рассчитывая на повышение курса иены в ближайшее время) банк продает клиентские 1 млн. дол. США за японские иены по курсу 109,78. В этом случае у банка возникает длинная позиция (превышение активов над пассивами) на сумму 109 780 000 иен и короткая (превышение пассивов над активами) на сумму 1 000 000 дол. США. Эти позиции можно представить в виде записи:

-1 000 000 USD + 109 780 000 JPY

С момента открытия валютной позиции у банка появился риск понести убытки в результате неблагоприятного изменения валютного курса (валютный риск). Предположим, что расчет банка оказался неверен и курс доллара США по отношению к японской иене вырос до 119,58. В этом случае короткая позиция по долларам становится потенциально убыточной. В случае, если клиент даст распоряжение перевести свой 1 млн. дол., банк для выполнения этого приказа будет вынужден купить доллары на рынке, продав 119 780 000 японских иен и получив при этом 109 780 000 /119,58 = 918 046 дол. Только после закрытия короткой долларовой позиции по новому рыночному курсу банк понесет реальные убытки в размере:

– 1 000 000 USD + 109 780 000 JPY

+ 918 046 USD – 109 780 000 JPY

– 81 953 USD

Сумму в размере 81 953 дол. США банк должен будет купить за счет собственных средств, чтобы осуществить клиентский платеж.

Для избежания валютного риска следует согласовывать активы и пассивы по каждой валюте, а также стремиться к формированию закрытой позиции по каждой валюте на конец дня, либо можно компенсировать несбалансированность активов и пассивов в иностранной валюте несоответствием объемов проданной и купленной валюты, тем самым сведя валютный риск к нулю, следуя принципу: короткая позиция а какой-либо валюте может быть компенсирована длинной валютной полицией, если совпадают объем, срок действия и валюта этих позиций. Эгот принцип особенно важен, так как именно он лежит в основе всех способов покрытия валютного риска.

Банки в погоне за прибылью часто берут на себя чрезмерные и неоправданные валютные риски, считая, что вероятность убытков от торговли валютой значительно ниже убытков при кредитных операциях.

В то время как балансовая составляющая ОВП характеризует текущие потенциальные убытки (доходы) от несовпадения требований и обязательств в иностранной валюте, внебалансовая составляющая ОВП позволяет оценить величину ожидаемых убытков (доходов) на дату расчетов по срочным контрактам. Потенциальный убыток (доход) реализуется в случае закрытия балансовой составляющей ОВП, а ожидаемый убыток (доход) — при исполнении срочных внебалансовых сделок.

Лимиты «стоп-лосс» (stop loss) устанавливаются для того, чтобы убыточные позиции на определенном этапе закрывались — ограничить величину возможных потерь. Величина этих лимитов зависит от размера дневной открытой позиции и представляет собой предельный размер убытка при закрытии валютной позиции в связи с неблагоприятным движением курса.

В широком смысле управление рисками представляет собой совокупность действии, направленных на обеспечение устойчивой деятельности экономического субъекта в условиях неопределенности. В более узком смысле управление рисками, или риск-менеджмент — это организация работы по снижению величины риска. Риск-менеджмент является частью финансового менеджмента и его основная цель — обеспечить оптимальное (приемлемое для предпринимателя) соотношение прибыль — риск.

Риск-менеджмент предусматривает выработку стратегии и тактики управления рисками. Под стратегией управления понимаются направление и способ использования ресурсов для достижения поставленной цели. Стратегия позволяет сконцентрировать усилия па вариантах решения, не противоречащих поставленной цели. В рамках стратегии определяются:

* минимально приемлемый уровень доходности;
* максимально допустимый уровень риска;
* оптимальное соотношение доходности и риска.

Уровень принимаемого на себя риска определяется исходя из склонности субъекта к риску (приемлемого уровня потерь) и уровня доходов, который он хочет себе гарантировать. Принято считать, что рационально действующие экономические субъекты не расположены к риску. Однако это не означает, что они не желают нести бремя риска, ведь отказ от операций, связанных с возникновением риска, означает потерю возможного выигрыша. Экономические субъекты готовы нести бремя риска, только если они получают адекватную компенсацию за него. Вместе с тем субъекты по-разному оценивают риск в одной и той же ситуации и не все одинаково склонны к риску. Некоторые совсем не расположены к риску, другие готовы принять его на себя полностью. Существует также промежуточный вариант, когда субъект готов принять на себя только часть риска, жертвуя частью потенциального дохода ради достижения большей предсказуемости финансового результата.

Исходя из отношения субъектов к риску, выделяют следующие стратегии управления риском:

* избежание риска (уклонение от действии, связанных с риском);
* сохранение риска (принятие риска в полном объеме);
* ограничение риска (принятие риска и его снижение);
* передача риска (принятие риска и его передача частично или в полном объеме третьим лицам).

При управлении валютным риском используются все перечисленные выше стратегии, которые характеризуются как пассивное управление (избежание и сохранение рисков) и активное управление (ограничение и передача рисков). В зависимости от приемлемого уровня валютного риска менеджеры на практике реализуют:

* непокрытие риска (принятие риска полностью);
* полное покрытие риска (непринятие риска полностью);
* частичное покрытие риска (частичное принятие риска).

Непокрытие риска следует применять при условии ограниченности возможных потерь приемлемым уровнем. Некоторые малые или средние компании не используют покрытие рисков в силу отсутствия понимания актуальности управления риском. Такая стратегия довольно опасна, так как существует множество случаев возникновения крупных убытков и даже банкротства по причине непокрытия валютных рисков. Некоторые субъекты придерживаются стратегии автоматического покрытия всех рисков в полном объеме, как только о них становится известно. Данный подход может отразиться на конкурентоспособности субъекта, так как требует значительных расходов, которые не всегда экономически оправданны. Наибольшее распространение получило частичное покрытие рисков. Чаще всего компания рассчитывает допустимый для себя предел потерь, который она может выдержать, и до этого предела не предпринимает мер по снижению риска. Каким будет этот предел, зависит от вида риска, а также от стратегии управления риском самой компании.

**Зоны риска.** Для оценки степени приемлемости риска следует выделять зоны риска в зависимости от величины ожидаемых потерь. Общая схема зон риска представлена на рис. 1.

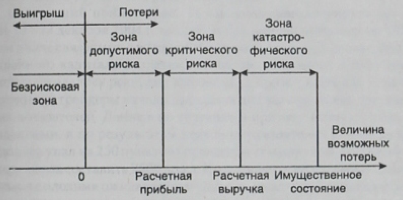


Рис. 1. Зоны риска

В зависимости от величины возможных потерь обычно выделяют следующие четыре зоны риска.

* *Безрисковой* зоной является область, в которой потери не ожидаются (нулевые потери) или являются отрицательными (превышение прибыли над потерями), т.е. где экономический эффект от деятельности — положительный.
* Зона *допустимого* риска — область, в пределах которой величина возможных потерь не превышает величину прибыли и, следовательно, деятельность имеет экономическую целесообразность. Границей зоны допустимого риска является расчетная прибыль.
* Зона *критического* риска — область возможных потерь, превышающих величину запланированной прибыли вплоть до величины полной расчетной выручки. Здесь компания рискует не только не получить никакого дохода, но и понести прямые убытки в размере произведенных затрат.
* Зона *катастрофического* риска — область возможных потерь, которые превосходят критический уровень и могут достигать величины, равной размеру собственного капитала компании. Катастрофический риск способен привести компанию к банкротству.

Под тактикой управления рисками понимается выбор и использование конкретных методов и инструментов для достижения поставленной цели. Задачей тактики управления являете я выбор оптимального решения в конкретных условиях. К наиболее распространенным методам управления валютными рисками относятся: *резервирование (самострахование), лимитирование, хеджирование, диверсификация, выравнивание валютной структуры баланса.* К распространенным инструментам управления валютными рисками относятся защитные оговорки, инструменты срочного валютного рынка (форвардные, фьючерсные, опционные контракты, свопы). Использование различных методов и инструментов управления валютным риском не является взаимоисключающим. Какие методы и инструменты выбирать и как их сочетать, зависит от выбранной стратегии управления риском.

Управление риском и принятие решений о ведении бизнеса. Иногда встречаются ситуации, когда выгодно передать управление риском полностью или какие-то отдельные этапы (например, оценку риска или управление конкретным риском) сторонней организации, например банку, страховой или факторинговой компании. Это называется аутсорсингом управления риском.

**Глава 3. Прогнозирование валютного рискаТеоретические основы прогнозирования валютного курса.** Одной из основных целей прогнозирования валютного курса является управление валютным риском. Участники рынка постоянно должны заниматься прогнозированием динамики валютного курса с целью обеспечения прибыльности операций и минимизации возможных потерь (рис. 2).

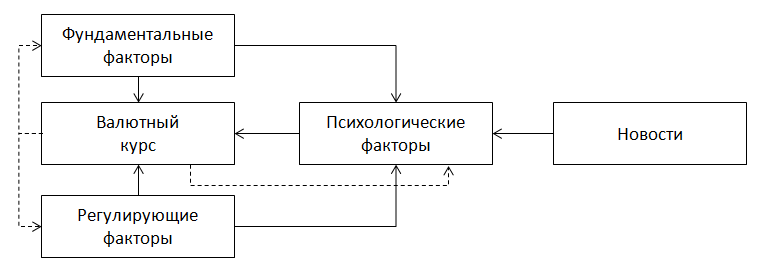


Рис. 2. Схема влияния на валютный курс различных факторов

Природа валютного курса (степень его детерминированности) как объекта прогнозирования определяет как саму принципиальную возможность прогнозирования, так и выбор метода прогнозирования. Прогнозирование валютного курса развивается в двух направлениях в предположении полной определенности (детерминированности) в ценах, спросе, предложении и т.д. и в предположении условий неопределенности (недетерминированности). Представители второй школы считают, что изменение цен товаров, курсов акций носит характер «**случайного блуждания**» (цена есть сумма независимых случайных составляющих) и, следовательно, непредсказуемо.

Суть концепции **эффективного рынка** состоит в предположении, что цены мгновенно ассимилируют всю новую доступную информацию и их изменение происходит в случае поступления новой неожиданной информации. При этом предполагается, что все участники рынка действуют коллективно-рационально и однородно. Характерные черты фрактальной теории рынка:[[1]](#footnote-1)

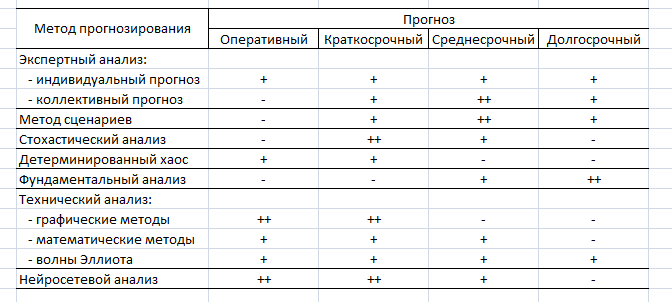
* в каждый момент времени цены корректируются участниками рынка в зависимости от той информации, которая существенна для их временн*о*го горизонта; реакция участников на получаемую информацию может не быть мгновенной, а осуществляться лишь после ее подтверждения;
* в случае коротких временн*ы*х горизонтов определяющую роль играет техническая информация (о динамике цен, объемах совершенных сделок, открытом интересе) и технический анализ, а при увеличении длины временн*о*го горизонта доминирующая роль переходит к фундаментальной (макроэкономической) информации;
* цены (валютный курс) формируются в результате взаимодействия участников рынка с разными временн*ы*ми горизонтами;
* высокочастотная составляющая в ценах (валютных курсах) определяется действиями участников с короткими временн*ы*ми горизонтами; низкочастотные, гладкие составляющие отражает активность участников с длинными временн*ы*ми горизонтами;
* рынок начинает терять ликвидность, устойчивость, когда на нем исчезают участники с различными горизонтами, т.е. когда теряется его фрактальность.

Дж. Сорос в книге «Алхимия финансов» приводит много доводов в защиту необходимости понимания того, что помимо состояния «равновесия» или «почти равновесия» рынок может находиться и в состояниях, далеких от равновесия. Для объяснения неравновесного состояния Дж. Сорос предложил так называемую **теорию «рефлексивности».** Согласно этой теории, в состояниях, близких к равновесным, действуют определенные корректирующие механизмы, предотвращающие «слишком разительное расхождение восприятий и реальности», а в состояниях, далеких от равновесных, «действует рефлексивный механизм двойной обратной связи, и тенденции к сближению восприятий и реальности не возникает, если не происходит значительных изменений в существующих условиях...».

Новый взгляд на мир (и финансовые рынки в том числе) предлагает теория хаоса (или теория динамических систем). Теория хаоса изучает порядок хаотической системы, которая выглядит случайной, беспорядочной. При этом теория хаоса помогает построить «модель такой системы, не ставя задачу точного предсказания поведения хаотической системы в будущем. Применительно к финансовому рынку основные положения теории хаоса следующие:

* Имеет место существенная зависимость динамики цены от начальных условий, так называемый «эффект бабочки».
* Достоверность прогнозов со временем быстро падает.

Основные методы прогнозирования и области их применения представлены в таблице:



**Глава 4. Оценка валютного риска**

Оценкой риска, в соответствии с определением риска как возможности возникновения потерь, будет являться вероятность возникновения определенной величины потерь. То есть количественная оценка риска состоит из двух параметров: вероятности возникновения и величины возможных потерь — и проводится для определенного временного горизонта (дня, недели, месяца, квартала, года и т.п.).

**Статистические методы оценки риска.** Для получения интервальной оценки финансовых рисков (рыночного, кредитного, риска ликвидности) широко используется методика под названием стоимость под риском (Value-at-Risk, VAR), основанная на распределении вероятностей. Для кризисных состояний рынка, аналогичного августовскому кризис 1998 г. или кризису 2008-2009 гг., методы VAR не дают адекватны оценок риска, так как оценки даются для нормального состояния рынка. Методика VAR не является панацеей от финансовых потерь. Она всего лишь помогает компаниям оценить являются ли риски, которым они подвержены, теми рисками, которые они хотели бы на себя принять, или думают, что они на себя приняли. VAR не может ответить риск-менеджеру компании, «сколько риска нужно взять», а может только сказать, «сколько риска уже взято». Существуют ситуации, когда по различным причинам невозможно использование статистического метода количественной оценки валютного риска. В таких случаях широко применяются методы, использующие опыт и интуицию специалистов (экспертов), – методы папертных оценок.

Сценарный анализ используется для оценки рисков редких и уникальных событий, возникающих в результате факторов, не имеющих репрезентативной статистики. Данный метод можно отнести к классу «что – если». Суть метода— проведение теоретического анализа с целью выявления возможного хода развития событий и их последствий.

Необходимость использования стресс-тестирования вызвана отсутствием возможностей предсказания кризисов с помощью статистической обработки данных за прошлые периоды времени, так как нет репрезентативной статистики кризисов. Обвал валютного курса рубля 17 августа 1998 г. был заранее предсказан многими экспертами, хотя статистический анализ кривой валютного курса никак не мог предсказать такой обвал, так как формально соответствующие изменения валютного курса (в 3 раза) находятся за пределами не только З сигма, но 5 сигма, что, казалось бы, свидетельствует об исчезающе малой их вероятности.

**Глава 5. Методы управления валютным риском**

Наиболее распространенные метилы управления валютными рисками – защитные оговорки, резервирование, лимитирование, распределение, диверсификация, хеджирование. Перечисленные методы относятся к различным стратегиям управления рисками.

*Избежание риска* представляет собой уклонение от связанных с риском действий: отказ от реализации операции, сделки, проекта и т.д., связанных с неприемлемо высоким уровнем риска. Уклонение от таких рисков означает устранение причины возникновения катастрофических для компании убытков, которые могут привести к банкротству. Данная стратегия применяется также в условиях полной неопределенности, когда уровень валютного риска оценить не удается. Примером использования данной стратегии может служить отказ от проведения любых операции в нестабильной валюте (кредитных, инвестиционных расчетных и т.д.).

*Сохранение риска* означает принятие риска в полном объеме. Возможно сохранение риска на существующем уровне без финансирования, что означает отказ от специальных действий по компенсации возможного ущерба (ущерб возмещается из текущих доходов). Применяется в отношении незначительных валютных рисков. В отношении более крупных рисков применяется резервирование (самострахование) — покрытие убытка за счет внутренних резервов или внешних ресурсов.

*Ограничение риска* — это принятие риска и его снижение с помощью проведения диверсификации, или лимитирования. *Диверсификация* — это способ снижения совокупного валютного риска за счет использования различных валют, валютные курсы которых слабо коррелированы между собой. В результате диверсификации снижается вероятность возникновения максимально возможного уровня потерь. Диверсификация эффективна только для снижения несистематического риска (т.е. риска, связанного с конкретной валютой), в то время как систематические риски, общие для всех видов деятельности инструментов вложений (например, циклический спад экономики), не могут быть уменьшены с помощью диверсификации. *Лимитирование* как метод снижения валютного риска заключается в установлении предельных значений (лимита) величины открытой валютной позиции с целью ограничения величины возможных потерь. Данный способ широко используется в риск-менеджменте, так как не требует высоких затрат. Лимиты могут быть самыми разными: в виде ограничений (как сверху, так и снизу) по срокам, структуре, объему, размеру и т.д.

*Передача риска* (частично или в полном объеме третьим лицам) осуществляется с помощью защитных оговорок, страхования, хеджирования и других методов. Страхование основано на независимости индивидуальных рисков и распределении ущерба между большим количеством страхователей. Страхуются только те виды риска, которые называются страхуемыми. Страхуемый риск – это такой риск, которому подвержены многие экономические агенты (фирмы или индивиды), и проявления которого для разных фирм коррелированы (взаимосвязаны) между собой не очень сильно, и вероятности проявления которого известны с высокой степенью достоверности. Так как валютный риск не удовлетворяет данному условию, он не страхуется коммерческими страховыми компаниям».

*Большинство из существующих методов управления валютным риском основано на принципе управления величиной открытой валютной позиции или устранении неопределенности будущих денежных потоков.*

**Внутренние методы управления валютными рисками**

К «внутренним» методам управления валютным риском можно отнести использование различных внутренних организационных мер, связанных с соответствующим оформлением контрактов, варьированием сроков платежей и поступлений, созданием встречных требований и обязательств и т.д. С их помощью устраняется неопределенность относительно будущих денежных потоков и регулируется величина открытой валютной позиции.

**Защитные оговорки.** С целью снижения валютного риска экспортера или кредитора применяется валютная оговорка — условие в международном контракт оговаривающее пересмотр суммы платежа пропорционально изменению курса валюты оговорки. В качестве валюты оговорки используются валюта цены, наиболее стабильная иностранная валюта, корзина валют. Причем при реализации валютной оговорки сумма платежа пересчитывается пропорционально изменению курса валюты оговорки по отношению к валюте платежа.

*В мировой практике валютные оговорки применяются все реже. Их использование, безусловно, устраняет валютный риск для получателя валюты — продавца товара, но ухудшает его конкурентные позиции, поскольку перекладывает весь риск на его контрагента, что в большинстве случаев эквивалентно повышению цены.*

**Управление сроками платежей и поступлений.** Этот метод используется в основном экспортерами и импортерами и реализуется в виде требования частичной оплаты или частичной предоплаты. Принцип снижения валютного риска — снизить неопределенность относительно величины будущих денежных потоков за счет управления сроками платежей и поступлений. Если компания-импортер ожидает повышения стоимости валюты платежа по отношению к его национальной валюте, она может попытаться осуществить предоплату. Предоплата имеет смысл, поскольку позволит избежать необходимости платить большую сумму в национальной валюте за требуемую сумму в иностранной валюте. При этом, однако, возникает проблема ликвидности, так как компания должна будет понести затраты в форме процентных платежей за деньги, взятые взаймы для финансирования предоплаты, или убытки от неполучения процента на капитал, который пойдет на предоплату. Компания, осуществляющая предоплату ввиду ожидаемого повышения курса валюты платежа или пытающаяся задержать платеж ввиду ожидаемой девальвации валюты платежа, будет заниматься скорее спекуляцией, чем хеджированием. Ее целью будет сохранение на прежнем уровне суммы обязательств в валютах с ожидаемой девальвацией и уменьшение размера обязательств в тех валютах, для которых ожидается повышение курса. Искусственное ускорение платежа часто называется «опережением» («лидз»), а задержка платежа — «отставанием» («лэгз»). В целом, когда у компании есть задержка в платежах — «отставание», она становится в большей мере подверженной валютному риску.

«Лидз энд лэгз» могут быть осуществлены рядом способов. Прежде всего могут быть изменены сроки покупок и продаж. Как можно более ранние покупки являются одним из способов уменьшения риска будущих изменений курса. Сроки платежей и поступлений можно скорректировать независимо от сроков покупок и продаж. Кроме того, сроки приобретения или продажи иностранной валюты могут не совпадать со сроками платежей и поступлений. Если ожидается повышение стоимости иностранной валюты, получатель может некоторое время хранить ее до момента реализации за национальную валюту.

**Выбор валюты платежных документов.** Метод выбора валют в основном используется при заключении внешнеторговых контрактов. Принцип управления валютным риском в данном случае — создание закрытой валютной позиции (валюта поступлений соответствует валюте затрат). Например, для уменьшения валютного риска экспортером используется фактурирование в национальной валюте, а также валютная нейтрализация, когда экспортер выписывает экспортные счета-фактуры в той валюте, в которой он оплачивает свой импорт, т.е. валюта (валюты) поступлений соответствует валюте (валютам) затрат. Трудности, возникающие при данном способе управления валютным риском, могут быть связаны с желанием покупателя получать счета-фактуры в валюте своей страны, и при отказе экспортера принять данные условия сделка может не состояться. В такой ситуации экспортер может попытаться договориться со своим зарубежным поставщиком о том, что будет оплачивать его счета в данной валюте. Кроме того, на некоторые товары (нефть и определенные виды сырья) счета-фактуры традиционно выставляются в долларах США. В случае, если доллар не является национальной валютой ни для экспортера, ни для импортера, они оба должны будут предпринять меры по снижению валютного риска.

**Метод компенсаций.** При использовании метода компенсаций реализуется принцип управления валютным риском в виде создания закрытой валютной позиции: денежные потоки, выраженные в одной валюте, могут компенсировать друг друга, если совпадают суммы, подлежащие оплате и получению, а также сроки платежа. В результате денежный поток становится односторонним. Например, если и платежи, и поступления компании осуществляются в долларах США, то в результате компенсации только сальдо будет подвержено валютному риску в результате неблагоприятного изменения валютного курса. Для многонациональных компаний компенсация может оказаться наиболее подходящим методом управления валютными рисками. В их случае платежи и поступления могут выражаться в разных валютах, при этом платежи сторон в определенной степени будут взаимно компенсироваться, и потоки денежных средств между двумя странами будут сведены к сальдо их платежей. Однако при использовании метода компенсаций могут возникать значительные трудности. Так, несмотря на то, что годовые потоки денежных средств компенсируют друг друга, возможна такая ситуация, что потоки в одном направлении разделены во времени с потоками в противоположном направлении. Эффективность метода компенсации в этом случае будет зависеть от способности компании управлять сроками поступлений и платежей. Не учитывая временной аспект компенсации, у некоторых подразделений многонациональной компании могут возникнуть проблемы с ликвидностью. Проблема сроков движения потоков денежных средств касается также определения установленного валютного курса, так как за время проведения и получения платежей возможно изменение курса в ту или иную сторону. Всегда существует вероятность непредсказуемых отклонений в количестве поставляемого товара, а также в ценах его реализации. Поэтому для применения метода компенсации необходимо определить, насколько степень синхронизации потоков денежных средств и надежность их прогнозирования являются достаточными.

**Управление активами и пассивами.** Управление активами и пассивами заключается в создании определенных пропорций между балансовыми активами и пассивами для достижения целей банка (фирмы) в виде определенного соотношения «доход/риск» (например, достижение установленного уровня доходности с одновременной минимизацией риска). В рамках данного метода осуществляется регулирование требований и обязательств за счет создания компенсирующих (встречных) балансовых позиций.

Принцип управления валютными рисками таким методом состоит в управлении величиной открытой валютной позиции. Непосредственным применением метода является снижение валютных рисков, связанных с наличием активов (пассивов), выраженных в какой-либо валюте, посредством приобретения обязательств (требований) в этой же валюте. Уменьшение стоимости активов в результате обесценения иностранной валюты будет сбалансировано уменьшением стоимости пассивов. И наоборот, снижение риска, связанного с наличием пассивов, выраженных в иностранной валюте, может достигаться появлением активов в этой валюте.

Данный метод используется в современной практике. Государственные органы, регулирующие банковскую деятельность и деятельность институциональных инвесторов, устанавливают требования по обязательному покрытию определенной доли активов (пассивов), выраженных в иностранной валюте, соответствующими пассивами (активами), а также ограничивают время существования несбалансированной (открытой) валютной позиции. Управление позицией по активам (пассивам) с целью снижения валютного риска может осуществляться за счет выпуска долговых ценных бумаг, получения займов (кредитов) или предоставления займов (кредитов) в иностранной валюте, а также заключения свопов.

Данный метод применяется и коммерческими структурами при проведении внешнеторговых сделок. Например, в случае, если импортеру предстоит сделать платеж в иностранной валюте в будущем, он может купить эту иностранную валюту в настоящий момент и инвестировать ее с целью получения дохода в течение срока инвестирования. Если национальная валюта на покупку иностранной валюты на спотовом рынке берется взаймы, то затраты на данную операцию эквивалентны форвардной покупке валюты (которая будет рассмотрена далее). Чистые затраты составят сумму, пропорциональную разнице между процентными ставками в национальной и иностранной валюте (эти затраты могут быть и отрицательными, т.е. оказаться прибылью). Разница в процентных ставках равна скидке (или премии) по форвардному валютному курсу. Таким образом, затраты в результате применения двух названных методов должны быть примерно одинаковыми. Недостатками инвестирования иностранной валюты являются возможные проблемы с ликвидностью, а также ухудшение структуры баланса. Форвардные операции позволяют избежать этих проблем, но форвардные контракты могут иметь более высокую относительную стоимость и, кроме того, не всегда имеются необходимые форвардные рынки.

Метод управления валютным риском за счет выравнивания валютной структуры баланса имеет ряд недостатков, ограничивающих его применение:

* привлечение (размещение) с целью выравнивания структуры баланса кредитных ресурсов должно быть быстрым, чтобы обеспечить эффективное управление риском;
* временные и финансовые затраты, связанные с поиском (или размещением), могут быть весьма значительны;
* трудно найти надежного контрагента, которого бы полностью устраивали объемы и сроки сделки.

Полное покрытие валютного риска с помощью выравнивания валютной структуры баланса возможно лишь при совпадении не только валют, но и сроков, а также объемов денежных потоков требований и обязательств. Однако достичь этого практически невозможно. Кроме того, часто приходится отказываться от более прибыльных вариантов, что отрицательно сказывается на соотношении «риск/доходность». Именно поэтому в ряде случаев более предпочтительным может оказаться использование инструментов срочного валютного рынка.

**Использование инструментов срочного рынка для управления валютными рисками**

В настоящее время в международной практике при управлении валютным риском наиболее активно, по сравнению с другими методами, используется хеджирование (от англ. — «ограждать»), управление рисками с помощью инструментов срочного валютного рынка: форвардных, фьючерсных, опционных контрактов и свопов. Данные инструменты используются не только хеджерами, цель которых — снизить риск потенциальных потерь, но и спекулянтами, которые сознательно принимают на себя этот риск, рассчитывая на прибыль. Хозяйствующий субъект, осуществляющий хеджирование, называется «хеджер». Хеджер управляет валютным риском с помощью покупки или продажи срочных контрактов. Срочный контракт, который служит для хеджирования рисков, называется «хедж». В качестве хеджируемого актива может выступать товар или финансовый актив, имеющийся в наличии или планируемый к приобретению.

Существуют три важных вопроса, касающихся хеджирования. Первый вопрос связан с размером хеджа, второй — с измерением его эффективности, третий — с его стоимостью.

Валютный ***форвардный*** контракт — это соглашение контрагентов по покупке или продаже в определенный срок в будущем определенной суммы иностранной валюты на условиях, определенных в момент заключения контракта. Конструкция форвардного контракта:

* вид валюты (например, дол. США);
* размер контракта (например, 1000 дол. США);
* размер гарантийного взноса (% от размера контракта);
* срок гарантийного взноса;
* срок исполнения контракта — дата исполнения;
* цена контракта — форвардный валютный курс.

Форвардные контракты активно используются в современной мировой практике для управления валютными рисками по следующим причинам.

* Во-первых, форвардные контракты учитывают все индивидуальные (зачастую очень специфические) потребности хеджера в отношении объема и сроков исполнения контракта, что делает их более удобным инструментом хеджирования по сравнению с жестко стандартизированными биржевыми инструментами.
* Во-вторых, несмотря на то, что форвардные рынки не регулируются государственными органами, риски на них невелики, так как основными участниками являются крупнейшие мировые банки, репутация которых, как потенциальных контрагентов по сделке, очень высока.
* В-третьих, степень развития современных коммуникаций позволяет находить потенциального контрагента в любой стране, осуществлять ведение переговоров и заключать соглашение с ним без значительных временных затрат и сопутствующих издержек.
* В-четвертых, банки — основные участники международного форвардного рынка — в настоящее время значительно продвинулись в сфере стандартизации и унификации условии форвардных контрактов и процедуры их заключения, что значительно повышает ликвидность данного инструмента.

Главным достоинством форвардного контракта является возможность удовлетворения индивидуальных запросов сторон по любым параметрам сделки (размерам, срокам, цене). Кроме того, форвардные контракты могут заключаться на любые валюты, а не только на наиболее распространенные (как, например, в случае фьючерсов), а также на любые нестандартные сроки. Кроме того, стороны, заключающие форвардный контракт, как правило, не несут дополнительных расходов в виде брокерских комиссионных. Безусловным преимуществом форвардных контрактов является возможность их заключения на длительные сроки, превышающие сроки обращения биржевых инструментов. Например, фьючерсные контракты, как правило, заключаются на срок до 1 года, а форварды могут заключаться на более значительные сроки (до нескольких лет), хотя окончательным решением вопроса для хеджера с длинным горизонтом является своп, который может рассматриваться как серия форвардных контрактов.

К недостаткам форвардных контрактов относятся наличие более высокого (по сравнению с фьючерсами) риска неисполнения контрагентом обязательств по форвардному контракту, а также зачастую невозможность досрочно завершить сделку по форвардному контракту или отказаться от ее использования — форвардный контракт предполагает обязательную поставку валюты в результате его исполнения, что делает его недостаточно гибким. В отличие от фьючерсных контрактов, имеющих высокую степень стандартизации, форвардные рынки менее ликвидны и поэтому характеризуются большей разницей в ценах продавца и покупателя.

Валютный ***фьючерсный*** контракт — стандартный срочный биржевой контракт купли-продажи валюты в определенный день в будущем по курсу, который устанавливается в момент заключения контракта. Стороны по контракту (продавец и покупатель) несут обязательства перед биржей вплоть до его исполнения. Конструкция валютного фьючерса:

* объем контракта (например, 1000);
* актив контракта (например, дол. США);
* тип контракта — способ исполнения (расчетный/поставочный);
* минимальное изменение цены (тик, шаг цены) — соответствует минимальному изменению валютного курса на спот-рынке (1 пункт);
* срок обращения контракта (обычно от 3 месяцев до 1 года);
* дата исполнения;
* цена контракта (фьючерсная цена) — это текущая рыночная цена (валютный курс) фьючерсного контракта, с заданным сроком окончания действия;
* расчетная цена по контракту — с указанием метода определения расчетной цены (например, официальный курс доллара США к рублю в день исполнения контракта, который определяется по результатам торгов в день исполнения контракта);
* ставка депозитной маржи.

Валютные фьючерсы имеют следующие преимущества перед форвардными контрактами:

* установление цены происходит в процессе ежедневных торгов на специализированных биржах на уровне, очень близком к текущему рыночному уровню. Форвардные контракты, заключенные в индивидуальном порядке между клиентом и банком, не имеют постоянных котировок и поэтому их цены могут значительно отличаться от рыночных;
* стандартизация контрактов приводит к тому, что фьючерсные контракты более ликвидны и более дешевы, чем индивидуально заключаемые между клиентами и банками форвардные контракты. Форвардные контракты обычно дороже, т.е. сопровождаются большим спрэдом на покупку (продажу). Это может привести к большим затратам для клиента при закрытии позиций;
* текущая цена фьючерсных позиций считается автоматически благодаря процедуре ежедневного пересчета. Поэтому величина прибыли и убытков фиксируется каждый день. На форвардном рынке клиент, который хочет знать точную цену позиции, должен вначале совершить сделку по новому форвардному курсу;
* на фьючерсном рынке открытие позиции требует небольших затрат капитала (в размере маржи — части стоимости контракта), что позволяет рыночным операторам реализовать эффект рычага. Форвардные контракты связывают более существенные средства (в размере гарантийного депозита), которые могли бы быть использованы для других целей.

Однако у фьючерсов есть два значительных недостатка по сравнению с форвардами:

* если стандартный размер фьючерсного контракта не равен сумме, которую нужно захеджировать, то разница остается незакрытой либо должна быть захеджирована на форвардном рынке;
* если желаемый период хеджирования не совпадает с периодом обращения фьючерса, у хеджера возникает базисный риск, так как форвардные курсы для двух дат могут изменяться по-разному.

На российском рынке в настоящее время лидирующее положение среди бирж, торгующих валютными фьючерсами, занимает срочная секция ММВБ, где торгуются расчетные (беспоставочные) фьючерсы на евро, доллар США и на кросс-курс евро к доллару США с базовым активом 1000 единиц валюты со сроком обращения 6 месяцев. В последнее время на этой площадке отмечается резкое увеличение объемов торгов фьючерсами доллар-рубль.

***Валютные свопы.*** Своп (англ. «swap» — обмен) — это соглашение об обмене определенными денежными средствами через установленные промежутки времени. Своп может состоять из одного обмена на протяжении своего срока действия, но обычно он состоит из серии обменов и платежей через установленные промежутки времени (так называемый многопериодный своп). Конструкция валютного свопа:

* базисный актив — одна и та же условная сумма, но в разных валютах (например, 1 млн. ф.ст. и 1,7 млн. дол. США);
* цена контракта — указывается в виде своп-пунктов;
* обмен активами — имеет или не имеет место (по соглашению сторон);
* периодичность расчетов — периодичность обмена платежами в валютах;
* срок исполнения (от одного дня до 15 лет).

Валютные свопы дают возможность хеджировать валютные риски на более длительный срок, чем форвардные и фьючерсные контракты. Диапазон задач, решаемых с помощью валютных свопов, достаточно широк: управление валютными рисками, арбитражные операции, управление ликвидностью, пролонгация открытых валютных позиций и т.д. Принцип хеджирования валютного риска с помощью валютного свопа заключается в компенсации длинной позиции в какой-либо валюте созданием короткой позиции в той же валюте (и наоборот). Таким образом, формируется закрытая валютная позиция. В результате уменьшение (повышение) стоимости активов в данной валюте в силу ее обесценения (укрепления) будет сбалансировано уменьшением (повышением) стоимости пассивов.

Рынок свопов является внебиржевым и не регламентируется со стороны государства. Своповый рынок развивается очень быстро. Это — результат высокой эффективности и приспособляемости свопов, изобретательности и профессионализма финансовых менеджеров, возросшего понимания ими важности управления риском в нестабильных рыночных условиях. В основе значительной популярности валютных свопов в международной практике лежат длительные сроки соглашений, позволяющие управлять валютными рисками в долгосрочном периоде.

***Валютные опционы.*** Как было показано ранее, использование форвардов и фьючерсов позволяет избежать потерь при неблагоприятных изменениях валютных курсов, но не дает возможности получить прибыль в случае их благоприятных изменений. Опционный контракт является инструментом, который, помимо хеджирования, позволяет получить курсовую прибыль в результате изменения рыночных цен базисного актива. Основной характеристикой опционов является предоставление покупателю опциона , права выбора исполнить контракт или отказаться от его исполнения. Валютный опцион — это срочный контракт, заключенный между двумя сторонами, в соответствии с которым продавец опциона предоставляет покупателю опциона право (но не обязательство) купить (продать) определенное количество иностранной валюты по указанному валютному курсу (цене исполнения) в течение или в конце определенного периода времени. При покупке опциона покупатель выплачивает продавцу премию.

Основным преимуществом использования опционов для покупателя опциона является ограничение размеров убытков суммой уплаченной премии при неблагоприятных изменениях валютного курса, с одновременным сохранением возможности получения курсовой прибыли, размер которой не ограничен, при благоприятном изменении курса. И именно за это платится премия покупателем опциона.

Принцип управления валютным риском с помощью опционных контрактов — зафиксировать максимальную величину потенциальных убытков размером уплаченной премии. С момента выплаты премии все риски переходят на продавца опциона. Поэтому, как правило, покупателями опционов являются хеджеры, а продавцами — спекулянты.

Актив, который лежит в основе опциона, всегда имеет две цены: текущую рыночную цену, или цену слот, и цену исполнения (Strike price), зафиксированную в опционе, — по которой последний может быть исполнен. Ценой валютного опциона является премия (option premium), которую покупатель платит продавцу вперед за права, предоставляемые опционом. Опцион имеет срок действия (обращения), который ограничен так называемой датой истечения (expiration date) срока опциона. Исполнение валютного опциона может быть как путем «физической» поставки соответствующей валюты, так и путем уплаты разницы между рыночным курсом спот и ценой исполнения опциона. Приведем классификацию опционов:

* *Опцион «колл»* дает его покупателю право покупки определенного количества единиц базового актива (например, валюты) у продавца опциона по определенной цене (курсу) в оговоренный в контракте срок.
* *Опцион «пут»* дает право покупателю опциона продать определенное количество единиц базового актива продавцу опциона в оговоренный в контракте срок по определенной цене исполнения.

Европейский опцион — это опцион, который может быть исполнен только в определенный день. Американский опцион — это опцион, который может быть исполнен в любой день до даты истечения срока опциона или в этот день.

*Внутренняя стоимость опциона* (Intrinsic value) – разница между текущей рыночной ценой базового актива и ценой исполнения опциона (для опциона «колл»; для опциона «пут» — обратная разница). Внутренняя стоимость появляется, когда опцион переходит в состояние «в деньгах». В состояниях «при деньгах» и «вне денег» внутренняя стоимость равна нулю. Например, мы являемся держателем опциона «колл» на евро, со страйком 35,25 руб. за евро, текущая цена на рынке — 35,29 (размер контракта 100 000 евро). Это означает, что сейчас нам выгодно реализовать опцион (иными словами, воспользовавшись правом, которое дает нам опцион купить евро по 35,25 и немедленно продать по 35,29). При этом мы получим прибыль в размере 100 000 \* 0,04 = 4000 руб. Собственно, 4000 руб. и будет внутренней стоимостью опциона. То есть внутренняя стоимость может быть отличной от нуля, тогда когда страйк опциона лучше, чем текущая цена на рынке (и соответственно реализовать опцион — выгодно), и внутренняя стоимость равна нулю, когда страйк хуже, чем текущая цена рынка, например опцион «колл» на евро, со страйком 35,35, при текущей цене на рынке — 35,29, это опцион, у которого внутренняя стоимость равна 0 (и соответственно реализовать такой опцион при текущей цене евро — невыгодно).

Основная привлекательность покупки опционов — в возможном кредитном плече и ограниченном риске. Эти стратегии удобно использовать для хеджирования имеющихся позиций по базовому активу.

*Покупка опциона «колл».* Самая простая и наиболее распространенная стратегия. Используется, когда ожидается, что цена базисного актива и ее волатильность повысятся. Обеспечивает:

* хеджирование риска от роста цены базисного актива;
* получение дополнительной прибыли при росте цены базисного актива (спекуляция).

Прибыль — неограниченна, убыток — ограничен уплаченной премией. Точка безубыточности равна цене страйк опциона + уплаченная премия.

Для опциона на покупку валюты уплата покупателем опциона премии означает, что при его исполнении для держателя опциона фактический курс покупки валюты (R0е) равен:

*R0е = R0 + Р’*

где *R0* — цена исполнения (курс, по которому можно будет купить валюту); *Р’* — уплаченная премия.

При отказе от исполнения опциона фактический валютный курс равен:

*Rmе = Rm + Р’*

где *Rm* — сложившийся рыночный курс продажи валюты.

Следовательно, условие, при котором реализация опциона на покупку валюты является выгодной для держателя опциона (так как позволяет купить валюту дешевле), имеет вид: *R0е* < *Rm*. Опцион на покупку валюты, котируемой с премией, позволяет держателю захеджировать валютный риск, связанный с ростом ее курса выше цены исполнения, зафиксированной в опционе, или воспользоваться благоприятной рыночной ситуацией и получить прибыль. На рисунке 3 показана связь между текущим валютным курсом *Rm* и ценой исполнения *R0* опциона «колл», а также показана чистая прибыль или убытки покупателя опциона.

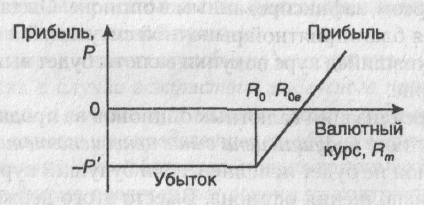


Рис. 3. Покупка опциона «колл»

Выбирая опционы как инструменты хеджирования валютных рисков, необходимо учитывать их преимущества и недостатки по сравнению с другими срочными инструментами. К преимуществам следует отнести следующие свойства опционов:

* опционы защищают от риска потенциальных убытков, но не ограничивают возможности получения прибыли в случае благоприятного изменения валютных курсов;
* опционы удобно использовать для снижения валютных рисков по операциям, время и суммы которых не определены;
* опцион предоставляет покупателю большую свободу в действиях: исполнить опцион или отказаться от исполнения, покупать и продавать опционы как на покупку, так и на продажу валюты;
* в зависимости от выбранной стратегии хеджирования можно выбирать и комбинировать различные виды опционов.

Недостатки опционных контрактов как инструментов управления рисками:

* хеджеру — покупателю опциона необходимо управлять опционной позицией в течение срока действия опциона;
* стоимость хеджирования с использованием опционов выше по сравнению с другими срочными инструментами;
* покупка валютных опционов предполагает немедленную выплату премии, которая в дальнейшем не возвращается;
* биржевые опционы, имея стандартные условия, не всегда соответствуют потребностям хеджера (по срокам, суммам, валютам). Внебиржевые опционы в этом смысле более удобны, однако они менее ликвидны.

1. Подробнее о фрактальной теории рынка см. Бенуа Мандельброт. [(Не)послушные рынки: фрактальная революция в финансах](http://baguzin.ru/wp/?p=1604) и Эдгар Петерс. [Фрактальный анализ финансовых рынков](http://baguzin.ru/wp/?p=2031) [↑](#footnote-ref-1)