**Валютные риски: кто они и как с ними бороться?**

**Стась Андрей**

Каждое предприятие, ведущее внешнеэкономическую деятельность, несет валютные риски. Импортеры, как известно, проигрывают от обесценивания национальной валюты, а экспортеры - наоборот.

Если посмотреть на картину более широко, то выяснится, что и внутри этих больших групп не все однородно. Во-первых, кроме колебаний национальной валюты, есть еще и колебания иностранных валют друг относительно друга. И импортер американских автомобилей сегодня чувствует себя лучше, чем его коллега, импортирующий европейские машины. Цены-то на <Крайслеры> и <Шевроле> - долларовые, а на <Фольксвагены> и <Фиаты> - в евро. Поскольку за последнее время доллар существенно упал по отношению к евро, из двух машин, еще год назад равных по стоимости, сегодня европейская модель будет стоить дороже.

Во-вторых, крупные предприятия, как правило, проводят и импортные, и экспортные операции, причем более чем в одной иностранной валюте. Да, кто-то нетто-импортер, кто-то нетто-экспортер. Да, в большинстве случаев роль национальной валюты - наибольшая. Но ничто не мешает нам посмотреть на национальную валюту всего лишь как на одну из валют, в которых предприятие проводит свои операции, и понять, что, хотя риск курсовых колебаний национальной валюты - самый существенный из валютных рисков, есть и другие валютные риски, которыми тоже надо управлять.

Ну что там говорить, даже управление рублевым валютным риском - задача в российских условиях не совсем тривиальная. Во всем относительно цивилизованном мире для этой цели используются так называемые форвардные валютные контракты. По этим контрактам одна сторона обязуется продать другой стороне определенное количество, скажем, евро за определенное количество, скажем, долларов в определенный день в будущем. Например, договариваются, что 15 июня 2004 г. продавец перечислит покупателю 1 млн евро и получит взамен 1 млн. 240 тыс. долл. На самом деле, конечно, никто 1 млн евро перечислять не будет. Сделают проще: 15 июня посмотрят на текущий (так называемый <спот>) курс и увидят, что он составляет, скажем, 1,27 долл. за евро. То есть 1 млн евро будет стоить 1 млн 270 тыс. долл. Вот разницу в 30 тыс. долл. продавец и перечислит покупателю.

Одной из сторон в такой сделке обычно выступает крупный банк. Другой стороной может выступать клиент. Если клиент достаточно благонадежен с точки зрения банка, ему открывают кредитную линию, если недостаточно, требуют внести и поддерживать на определенном уровне залог на случай, если клиенту придется доплачивать разницу. (Еще иногда используют фьючерсные контракты. Фьючерс - это практически тот же форвард, только торгуемый на бирже.)

В России после кризиса 1998 г. Высший арбитражный суд принял решение квалифицировать форвардные сделки с валютой как сделки - пари (которые, как известно, не подлежат судебной защите) и тем самым поставил управление валютными рисками на территории страны вне закона. Поэтому остаются два пути: либо исходить из того, что катастрофа не повторится и банки-контрагенты выполнят свои обязательства, либо работать с банками-нерезидентами, возможно, используя для этой цели оффшорные структуры.

Каждый сам решает, что ему ближе, но я буду исходить из того, что принимается второй подход, который, кроме очевидного для меня преимущества в надежности, предоставляет еще и преимущество мультивалютности.

**Как измерять валютные риски?**

Давайте начнем с простого. Ну, с относительно простого. Давайте представим себе, что вы ведете свои операции в России, т.е. базовой валютой, или, иначе говоря, валютой, в которой вы считаете деньги, является рубль. При этом у вас есть инвестиция в 100 долл., сделанная в США. Если бы рубль был жестко привязан к доллару (или доллар к рублю - как вам больше нравится), то валютный риск этой инвестиции был бы равен нулю. Но поскольку ни Центральный банк России, ни Федеральная резервная система Соединенных Штатов пока подобных решений не принимали, нам придется смириться с тем, что курс доллара по отношению к рублю изменяется, колеблется. Чем больше эти колебания, тем больший валютный риск вы несете.

Поскольку, следуя заветам великого Менделеева, в науке об инвестициях пытаются измерять все, что только можно измерить, валютный риск не стал исключением. Измеряют его как среднеквадратическое отклонение изменений валютного курса. Посмотрите на графики гипотетического изменения курса доллара к рублю на рисунке. Хотя оба они с одного значения начинают и к тому же значению приходят, интуитивно понятно, что зеленая линия соответствует меньшему риску, чем красная. Если подсчитать среднеквадратическое отклонение, то мы увидим, что для зеленой линии оно равно 0,009%, а для красной - 0,116%. Почувствуйте разницу!

Если помножить с некоторым коэффициентом это среднеквадратическое отклонение на сумму инвестиций (в нашем примере 100 долл. делить на 0,0333 долл. за рубль, - 3000 руб.,), то мы получим оценку риска в рублевом выражении (т.е. сколько можно потерять вследствие валютных колебаний за определенное время, с определенной вероятностью).

Поскольку вы, скорее всего, можете подсчитать сумму своих инвестиций в разных валютах, то, используя исторические данные о валютных курсах, можете оценить величину своего валютного риска и решить, хотите вы его нести или хотите им управлять.

Здесь я должен сделать важное отступление. Даже два отступления.

Во-первых, если у вас есть экспозиция на несколько валют, то ваш суммарный риск будет ниже, чем сумма рисков по каждой из валют. Это связано с тем, что иностранные валюты колеблются по отношению к рублю по-разному, т.е. корреляция между ними не равна единице. Можно сказать, что ваш валютный риск в этой ситуации диверсифицирован.

Во-вторых, если вы не делаете инвестиций за рубежом, а только торгуете с зарубежными партнерами, вы все равно можете оценить свои валютные риски. Давайте представим, что вы в течение ближайшего года планируете закупить комплектующие и сырье в Японии на 100 млн. иен, в США - на 5 млн долл. и продать продукцию в Англию на 4 млн фунтов стерлингов и в Германию на 1 млн евро. Все эти суммы вы можете рассматривать точно так же, как мы рассматривали инвестиции. Только фунты и евро надо считать со знаком <плюс>, а иены и доллары - со знаком <минус>.

Управлять ли валютными рисками?

На этот вопрос возможны 4 варианта ответа:

Нет.

Да, пассивно.

Да, активно.

Да, активно, и еще попытаться извлечь дополнительную прибыль из валютного менеджмента.

Давайте рассмотрим все четыре варианта по порядку.

Что может служить обоснованием ответа <нет>?

<В моем бизнесе валютный риск несуществен по сравнению с другими рисками - жалко время тратить>. Я готов с этим утверждением согласиться, если оно базируется на продуманной, а еще лучше - на просчитанной оценке рисков.

<Валютный риск не коррелирован с другими видами рисков и, следовательно, является средством диверсификации>. Теоретически это правда. Но в этом заключена только половина правды. Дело в том, что, в отличие от многих других рисков, неуправляемый валютный риск не вознаграждается - в долгосрочной перспективе колебания валют сами по себе дохода не приносят.

<Движения валют предсказать невозможно>. Очень даже возможно. Среди ведущих валютных менеджеров вы не найдете такого, который был бы не в состоянии достаточно регулярно зарабатывать прибыль на валютном рынке. То, что ваш сосед решил поиграть на форексе и проиграл там последние 5 тыс. долл., говорит только о том, что соседу надо еще немного посамосовершенствоваться.

<Я не могу позволить себе дополнительный риск>. Чаще всего подобные утверждения основаны на непонимании действительной структуры риска и того, что сам по себе факт подписания внешнеторгового контракта или совершения инвестиции в иностранной валюте подвергает бизнес валютным рискам.

Ответ <да, пассивно> - означает, что частично либо валютный риск хеджируется, или страхуется весь. Как? Идея довольно простая. В нашем примере про стодолларовую инвестицию вы просто продаете 100 долл. на форвардном рынке за фиксированное количество рублей (т.е. обещаете перечислить 100 долл. в будущем в обмен на определенное количество руб.). После этого колебания курса доллара вас уже не интересуют.

А можете продать не 100 долл., а только 50, оставляя половину риска незахеджированной. Доля экспозиции, которую вы хеджируете, называется коэффициентом хеджирования. Оптимальный коэффициент хеджирования, с теоретической точки зрения, находится между нулем и единицей, т.е. и совсем незахеджированный и полностью хеджированный валютные риски не оптимальны. Этот подход уже немного лучше, чем первый, но все еще далек от совершенства.

Ответ <да, активно> означает, что вы принимаете за основу какой-то статический коэффициент хеджирования и отклоняетесь от него, когда сочтете нужным. Если вы считаете, что рубль будет укрепляться, вы увеличиваете хедж, если считаете, что он будет падать, - уменьшаете. При этом вы аналогично поступаете с другими валютами, на которые у вас есть экспозиция. Если Вы, например, имеете экспозицию на доллар и на евро, то даже не имея никаких взглядов на изменение курса рубля, но считая, что доллар будет укрепляться по отношению к евро, вы можете купить доллар и продать евро. Это уже серьезно. Это уже <по-взрослому>.

(Кстати, в таком случае имеет существенное значение, какой коэффициент хеджирования вы выбираете как статический, т.е. тот, от которого вы будете тактически отклоняться. Не вникая в детали, скажу, что 0,5 -лучше, чем 0 или 1.)

Но посмотрев на нарисованную нами картину с другой стороны, мы приходим к выводу, что собираемся зарабатывать на правильном предсказании движений валютных курсов. Если мы это делаем только в рамках хеджирования имеющихся валютных рисков, то сильно себя ограничиваем. Экспозиция на доллар может существенно превосходить экспозицию на евро. То есть ваше мнение о долларе становится значительно более важным, чем ваше мнение о евро. А ваше мнение о рубле вообще будет оказывать самое существенное влияние на результат.

С другой стороны, понятно, что мы правы или не правы относительно доллара примерно с той же вероятностью, что и относительно евро, и относительно рубля. Нет объективной причины присваивать решениям по одной валюте больший вес, чем решениям по другой валюте. Гораздо эффективнее разрешить отклонение от статического хеджа на одну и ту же величину для всех валют. В результате может оказаться, что тактическое отклонение по какой-либо валюте может превысить величину экспозиции на эту валюту. Например, имея экспозицию в 100 долл., вы можете продать на форвардном рынке 150 долл.. Именно это и отличает настоящий активный валютный менеджмент от активного хеджирования.

Это и подразумевает ответ: <Да, активно, и еще попытаться извлечь дополнительную прибыль из валютного менеджмента>, который способен принести максимальную выгоду и является показателем наиболее зрелого отношения к управлению валютными рисками.

В завершение я хотел бы отметить, что задача управления рисками вообще и валютными рисками в частности далеко нетривиальна и требует специальной подготовки и большого опыта. Те позитивные результаты, которые показывают ведущие валютные менеджеры, являются следствием многолетней работы коллективов профессионалов. Наивно предполагать, что сразу после прочтения этой статьи читатель научится грамотно управлять валютными рисками. Однако задуматься о необходимости движения в эту сторону он точно сможет.