

УДК 657.422

В.З. Бугай*
А.С. Барсеґян**

ОРГАНІЗАЦІЙНО-ЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ ОПТИМІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОГО РИЗИКУ

Сформовано основні підходи до визначення валютних відносин та їх особливостей в умовах перехідного періоду. Проаналізовано сучасний стан та обґрунтовано практичні рекомендації щодо вдосконалення діяльності у сфері валютних відносин. Внесено пропозиції щодо напрямів оптимізації валютного ризику.

Сформированы основные подходы к определению валютных отношений и их особенностей в условиях переходного периода. Проанализировано современное состояние и обоснованы практические рекомендации относительно совершенствования деятельности в сфере валютных отношений. Внесены предложения относительно направлений оптимизации валютного риска.

Постановка проблеми. Дослідження вітчизняної практики у галузі мінімізації ризиків засвідчило, що у процесі формування ефективної стратегії ризик-менеджменту та при підборі інструментів хеджування валютного ризику і обов'язково вrneобхідно враховувати специфіку та тенденції вітчизняного валютного ринку як біржового, так і позабіржового. Через недостатній розвиток фінансово-кредитної і банківської систем, недосконалості вітчизняного законодавства, для українських підприємців і банкірів спектр методів страхування валютного ризику поки ще обмежений, і головними серед них є: правильний вибір валюти платежу, регулювання валютної позиції, валютні застереження, конверсійні й арбітражні операції.

Мета статті – проаналізувати сучасний стан та обґрунтувати практичні рекомендації щодо вдосконалення взаємодії суб'єктів валютного ринку. Внести пропозиції щодо напрямів оптимізації валютного ризику.

Вклад основного матеріалу. Якщо в умовах інтернаціоналізації економічних відносин зростає взаємозалежність національних господарств, то у сфері валютних відносин на протязі останніх десятиліть з'явилися нові особливості та тенденції, серед яких виділимо наступні:

- посилення міжнародних функцій окремих національних валют;
- відсутність єдиної грошової основи у валютній сфері – світових грошей у вигляді золота;
- в умовах вільної конвертованості валют і переливу капіталу між країнами розмиваються межі між внутрішнім грошовим обігом і міжнародним платіжним оборотом;
- тенденція до зрощування національних

та міжнародного ринків позичкових капіталів прокладає дорогу в умовах специфіки та особливостей національних ринків позичкових капіталів, які певним чином зберігаються.

Наведені обставини і зумовлюють необхідність існування валютного ринку, в межах якого і здійснюється організація валютних відносин. Проте на валютному ринку купують і продають валюту не тільки для здійснення платежів, а й для інших цілей: для спекулятивних операцій, операцій хеджування валютного ризику тощо. До того ж, ці операції набувають усе ширшого розмаху, що виводить валютний ринок за межі простого додатка до міжнародних розрахунково-платіжних відносин і надає йому статусу відносно самостійної економічної структури.

Валютний ринок слід розглядати як систему економічних відносин, пов'язаних з операціями купівлі-продажу іноземної валюти та інших валютних цінностей. Досить цікаве та оригінальне трактування наводять такі автори, як А.І. Шмирьова, В.І. Колесніков, А.Ю. Клімов, які розглядають валютний ринок як механізм, з допомогою якого можливі: перенесення купівельної спроможності з однієї країни в іншу; надання чи отримання кредитів для міжнародних торговельних операцій; мінімізація схильності до ризику у зв'язку з коливаннями курсу обміну [3].

В економічній літературі усіх учасників валютного ринку поділяють на дві великі групи [1]:

- пасивні учасники ("market users" – маркет-юзери, користувачі ринку), тобто ті, у кого час від часу виникає необхідність у проведенні валютних операцій. Потрібно зазначити, що, окрім

* Бугай В.З. – доцент кафедри фінансів та кредиту, канд. екон. наук, доцент.

** Барсеґян А.С. – магістрант.
Запорізький національний університет, м. Запоріжжя.

приватних осіб та господарюючих суб'єктів, у цю групу входить і певна частина комерційних банків, що в силу певних обставин не проявляють значного інтересу до валютного ринку та які поодиночки не в змозі суттєво вплинути на кон'юнктуру валютного ринку;

- активні учасники і так звані "market makers" – маркет-мейкери, "творці ринку". Серед останніх особливо виділяється вузьке коло великих банків, що мають розгалужену мережу відділень і величезний штат дилерів. Ці банки здатні здійснювати операції на дуже значні суми.

Розглядаючи організаційні основи, принципи функціонування та роль валютного ринку, можна прийти до висновку, що існує низка базових функцій, які й надають йому особливого та надзвичайно важливого значення:

- забезпечення можливості своєчасного здійснення міжнародних розрахунків;
- надання можливості страхування валютного ризику;
- забезпечення змоги диверсифікувати валютні резерви банків, підприємств, держави;
- визначення і формування попиту і пропозиції на іноземні валюти;
- регулювання валютних курсів (ринкове та державне);
- забезпечення умов та механізмів для реалізації валютної політики держави.

Потрібно підкреслити, що на сьогодні світові валютні ринки займають перше місце за оборотами і суттєво впливають як на всю світову економіку, так і на економіку окремих країн. Завдяки функціонуванню таких потужних блоків як ринок Forex, євrorинки тощо, світові валютні ринки обслуговують рух грошових потоків, опосередковуючи міждержавний рух товарів, послуг, перерозподіл капіталів. Важливим є те, що висока ліквідність міжнародних валютних ринків забезпечується крупними транснаціональними банками, сумарні міжнародні активи котрих можна порівняти лише з бюджетами декількох великих держав. Міжнародні валютні ринки вільні від будь-якого адміністративного регулювання і обмежень. Головним і, мабуть, єдиним обмеженням тут виступають власна обережність та передбачливість в оцінці ризиків, що виникають.

Валютному ринку, як і будь-яким іншим ринкам, притаманні такі невід'ємні атрибути як попит, пропозиція та ціна, яка представлена у вигляді валютного курсу.

Серед науковців не існує суттєвих розбіжностей щодо трактування валют-

ного (обмінного) курсу. Основними та найпоширенішими підходами є розгляд валютного курсу як співвідношення, за яким одна валюта обмінюється на іншу, або як ціни грошової одиниці, вираженої в грошовій одиниці іншої країни.

Новим у формуванні валютних курсів в умовах порівняно низької інфляції в розвинутих країнах і сповільнення темпів зростання цін у країнах, що розвиваються, стало те, що поточні курсові співвідношення формуються багато в чому під впливом руху фінансових потоків, а зміни курсів національних валют залежать від порівняльної доходності фінансових інструментів. У розвинутих країнах це проявляється у вигляді значних коливань курсових співвідношень провідних валют, у країнах з економікою, що розвивається – нерідко у формі валютних криз.

Варто підкреслити, що правильне визначення валютних курсів має важливе практичне значення, оскільки валютний курс безпосередньо впливає на ціну імпорту, виражену в національній валюті, та на ціну експорту, що конвертується в іноземну валюту. Тому його динаміка тісно пов'язана з темпами інфляції та з врахуванням інших даних, таких як затрати й ціни на внутрішньому та зовнішньому ринках, може бути індикатором зовнішньої конкурентоспроможності, а внаслідок цього – можливих змін у платіжному балансі країни.

Найбільш типовими валютними операціями є конверсійні операції, різноманітність яких на сьогоднішній день є дуже широкою. На наш погляд, ці операції найбільш зручно класифікувати за критеріями, зображеними на рисунку 1.

Основною класифікаційною ознакою при поділі цих операцій є термін здійснення платежу з купівлі-продажу валюти. У даному випадку конверсійні операції поділяються на дві групи:

- поточні (касові) конверсійні операції, або операції типу спот;
- строкові конверсійні операції.

Різниця між цими двома групами конверсійних операцій полягає у даті валютування. У міжнародній практиці прийнято, що поточні конверсійні операції здійснюються на умовах спот, тобто з датою валютування на другий робочий день після дня укладання угоди. Міжнародний ринок поточних конверсійних операцій часто називають спот-ринком (spot market).

Протягом останніх 10-15 років широкого розвитку набув строковий сегмент валютного ринку, представлений форвардними угодами, ф'ючерсами, свопами, валютними опціонами та

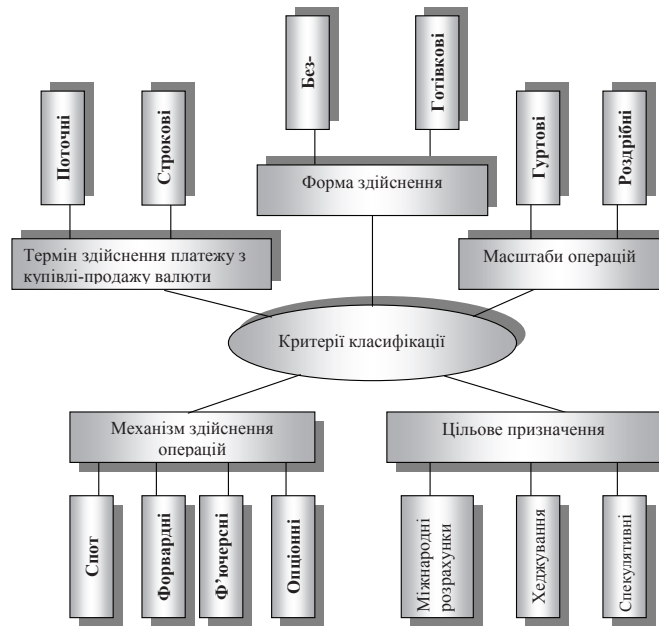


Рис. 1. Критерії класифікації конверсійних валютних операцій

їх різновидами і комбінаціями. Спільною рисою для них усіх є те, що термін поставки валюти (якщо така відбувається взагалі) перевищує два робочих дні, а характерною їх особливістю є те, що вони оформляються стандартизованими документами (контрактами), які мають юридичну силу протягом певного періоду (від укладання до оплати) і самі стають об'єктами купівлі-продажу на валютних ринках. Ці документи називаються валютними деривативами. До них належать передусім форвардні та ф'ючерсні контракти, опціони.

Основними суб'єктами валютного ринку виступають комерційні банки, які відіграють роль інститутів цього ринку. Це в першу чергу пов'язано з тим, що саме в них відкривають і утримують валютні рахунки інші учасники ринку з метою здійснення необхідних конверсійних та депозитно-кредитних операцій у валюті..

На наш погляд, ключова роль комерційних банків на валютному ринку пов'язана з тим, що саме вони є головними учасниками грошового-кредитного ринку в цілому, акумулюючи при цьому потреби економічних агентів у наданні різного роду фінансових послуг. Враховуючи направленість професійної діяльності банків, можна стверджувати, що операції на валютному ринку потрібно розглядати лише як невід'ємну складову останньої, оскільки без них комерційний банк суттєво позбувся б конкурентоспроможності та комплексності в обслуговуванні клієнтів, а також втратив би значну частину своїх прибутків.

Аналіз валютних операцій комерційних

банків в умовах інтеграції внутрішнього валютного ринку у світовий засвідчує, що на сучасному етапі розвитку особливої актуальності в банківському менеджменті набувають проблеми комплексного управління ризиками й оптимізації їх рівня. Вітчизняні банкіри усвідомили, що у ході своєї діяльності банк повинен вирішувати завдання оцінки, контролю, прийняття чи неприйняття ризиків, які виникають під час роботи, а основним принципом проведення банківських операцій повинно бути розумне співвідношення «ризик-прибутковість».

Валютний ризик – один з найдослідженіших з фінансових ризиків. Йому завжди приділялась дуже велика увага в літературі з міжнародної економіки. Валютний ризик можна визначити як небезпеку змін грошового потоку при операціях з іноземною валютою, що пов'язана з невизначеністю руху курсів валют. Він виникає при формуванні активів і залученні коштів з використанням іноземних валют. Тому валютний ризик присутній у всіх балансових і забалансових операціях з іноземною валютою (рис. 2).

Базовим методом управління ринковими ризиками повинен бути моніторинг – розрахунок ризику, вивчення його динаміки, аналіз причин його зміни та лімітування. Банк зобов'язаний регулярно проводити оцінку потенційних збитків, які можуть виникнути внаслідок негативних змін у ринкових умовах та здійснювати встановлення і дотримання відповідних лімітів з метою обмеження збитків.

В цілому система управління валютним ризиком банку повинна складатись із регламент-

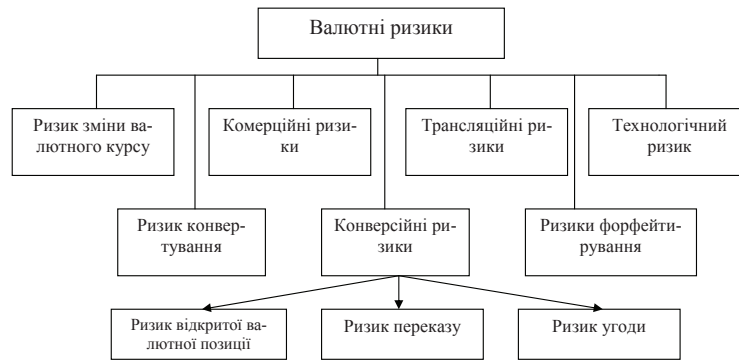


Рис. 2. Види валютних ризиків [2]

них документів – політик, положень, процедур, процесів тощо, які затверджуються відповідно до обраної форми корпоративного управління з урахуванням розміру банку та складності його операцій. Безпосередньо система управління валютним ризиком повинна, на нашу думку, включати:

- політику та положення щодо управління валютним ризиком, які мають бути розглянуті та затверджені відповідно до обраної банком форми корпоративного управління. До того ж, ця політика та положення повинні періодично переглядатися;

- механізм управління валютною позицією банку відповідно до затверджених політик та положень з валютних операцій та управління валютним ризиком;

- форми звітності для спостережної ради, правління або профільних колегіальних органів банку щодо валютної позиції у розрізі валют на індивідуальній та сукупній основі.

Крім того, для ефективнішого управління валютним ризиком можна запропонувати здійснювати періодичний аналіз відкритої валютної позиції банку за допомогою ризик-моделі “вартість/надходження” для вимірювання чутливості до змін валютних курсів, а також застосовувати для зменшення величини валютного ризику методи хеджування.

Разом з тим, з метою більш ефективного управління ринковим компонентом валютного ризику комерційні банки, на нашу думку, повинні здійснювати підготовку достовірних даних і ефективних методик, таких як розрахунок ризикової вартості (VaR), стрес-тестування для оцінки характеру і вартості ринкових позицій банку і для оцінки рівня ринкового ризику, на який банк наражається або наражатиметься. Доцільно також застосовувати бек-тестування для порівняння з фактичними результатами оцінок і припущень, зроблених з використан-

ням даних і методик, зазначених вище.

Вважаємо, що кожен сучасний комерційний банк, який бачить себе активним учасником валютного ринку, при побудові власної системи ризик-менеджменту, повинен окремо зупинитись на перспективах застосування методології VaR. Зазначена методологія покликана дати відповідь на питання, з якою ймовірністю збитки від валютних операцій будуть більшими певного, заздалегідь заданого значення? Інколи відповідь базується на різних математичних підходах, але, зрештою, здійснюється в рамках однієї схеми.

На першому етапі виділяються фактори ризику, які обумовлюють ступінь невизначеності дохідності портфеля. Після цього встановлюється зв'язок дохідності портфеля зі значенням факторів ризику. При чому цей зв'язок може бути вираженим в різному вигляді, наприклад, у вигляді функціональної залежності або системи диференціальних рівнянь. Далі визначається модель, за якою еволюціонують фактори ризику. Вона може базуватися на вивченні статистичних даних, що стосуються факторів ризику; на постулюванні того чи іншого виду функції розподілу флуктуацій цих факторів або, в рідкісних випадках, на виведенні стохастичних диференціальних рівнянь, які визначають часову еволюцію флуктуацій змінних. На завершення моделюється майбутня поведінка дохідності портфеля з обчисленням функції розподілу майбутніх значень дохідності. Вказана послідовність кроків, фактично, і є базою для оцінки VaR.

Загалом, в основі розрахунку VaR лежить визначення щоденної мінливості (волатильності) валютних курсів. При цьому найчастіше за міру одноденної мінливості беруть середньоквадратичне відхилення у відсотках, яке можна розрахувати на основі історичних даних. Для часових горизонтів, які перевищують один день, припускають, що мінливість валютних курсів

пропорційна тривалості часового горизонту прогнозування. Це дає змогу отримати оцінку валютного ризику на необхідну перспективу шляхом масштабування односторонньої величини VaR. VaR із часовим горизонтом T днів і довірчим інтервалом $x\%$, за припущення відсутності хаосу можна розрахувати за законом дисперсії фрактального броунівського руху:

$$VAR = k_x \cdot \sigma \cdot \sqrt{T}, \quad (1)$$

де k_x – поправковий коефіцієнт (квантиль), що визначає положення значення випадкової величини (симетрично в обох “хвостах” розподілу) відносно середнього, вираженого в кількості середньоквадратичних відхилень;

σ – середньоквадратичне відхилення (одностороння волатильність) валютного курсу у відсотках.

Разом з тим, необхідно зауважити, що оцінка VaR за наведеною формулою є прийнятною лише для порівняно невеликих часових інтервалів, при цьому її точність знижується із збільшенням часового горизонту.

Безпосередня оцінка валютного ризику із застосуванням VaR-технології повинна здійснюватись у кілька кроків. Перший крок – визначення розміру відкритої позиції, що піддається ризику за кожною іноземною валютою. До того ж, такі позиції мають бути перераховані у національну валюту за офіційними валютними курсами на момент оцінки ризику (цей процес називають *mark-to-market*, або розрахунок ринкової вартості позиції). Другий – визначення мінливості (волатильності) валютних курсів. Третій – розрахунок VaR кожної з відкритих позицій, виражених у національній валюті і, фактично, дорівнює добутку ринкової ціни позиції на мінливість валютного курсу. Четвертий крок – визначення валютного ризику банку (який не дорівнює сумі VaR кожної з відкритих валютних позицій, оскільки коефіцієнт кореляції між змінами курсів валют, як правило, не дорівнює 1 або -1).

Незважаючи на наведені позитивні сторони методики VaR, необхідно відзначити, що цей метод в жодному разі не повинен сприйматись як бездоганний. Суттєво слабкими сторонами VaR-оцінок є припущення про довірчий рівень і даний нормальний стан ринку, що приймаються при складанні моделі. Однак практично кожне наступне ускладнення моделі, у порівнянні з “базовою комплектацією”, неминуче накладає нові обмеження на розповсюдження отриманих висновків. Окрім того, індивідуальний характер оцінки, що визначає гнучкість і повноту

підходу VaR, дозволяючи врахувати специфіку ринків, інструментів, стратегій і цілей аналізу, також може створювати й певні проблеми. Зокрема, при широкому розповсюдженні серед професійних учасників ринку власних внутрішніх моделей, одержувана за їх допомогою оцінка, яка залежить від встановлених при моделюванні параметрів, може набувати занадто суб’єктивного характеру.

Отже, вищеназвані аргументи свідчать про досить високі перспективи та доцільність активізації застосування вітчизняними банками підходів до оцінки валютного ризику, що ґрунтуються на використанні VaR-методик. Разом з тим, на наш погляд, значення останніх не потрібно абсолютизувати, аби уникнути можливої односторонності у побудові ефективних систем управління валютним ризиком. Слід звертати увагу й на інші сучасні прийоми та методи, що постійно розробляються провідними учасниками валютних ринків та на практиці доводять свою ефективність.

Досліджуючи найбільш новітні підходи до систем ризик-менеджменту, зазначимо, що досить привабливим видається напрямок, який враховує при побудові прогнозів майбутніх валютних курсів не тільки інформацію динамічної природи (історичні ряди цін, індексів, індикаторів, макроекономічних змінних тощо), але й новинну інформацію. Вона носить принципово інший характер, маючи дискретну природу (заснована на подіях). Її отримання, аналіз і вбудовування в динамічний прогноз потребує уже цілком інших математичних інструментів (текстовий процесинг).

Розглядаючи побудову системи управління і страхування валютного ризику, на наш погляд, у її складі можна виділити чотири чільні структурні блоки, що повинні забезпечити комплексність підходу до цього напрямку діяльності комерційного банку. Наведені вище блоки можна зобразити схемою (рис. 3).

Блок заходів з прогнозування валютних курсів, залежно від масштабів і перспектив діяльності установи, яка здійснює валютні операції, повинен містити розроблення коротко-, середньо- та довгострокових прогнозів.

Зауважимо, що теорією і практикою опрацьовано методики побудови валютних прогнозів, й усі вони, як правило, базуються на аналізі динамік курсоутворювальних факторів тієї чи іншої країни, серед яких ключовими є: динаміка цін, платіжний баланс, визначальні тенденції структурної політики, резервні позиції, політична стабільність та ряд інших.

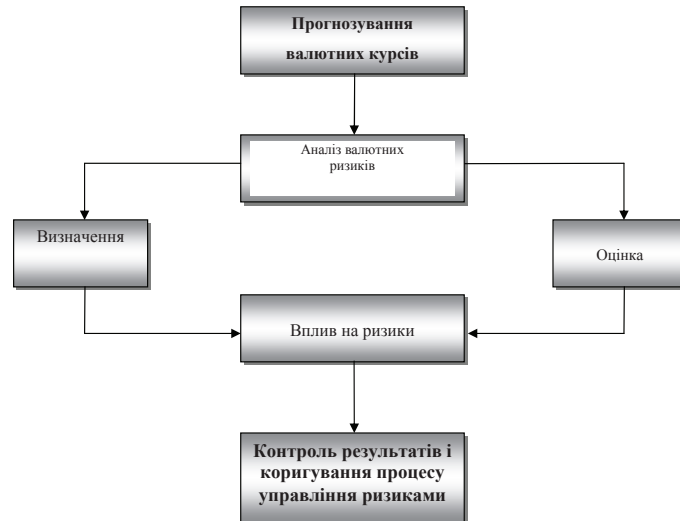


Рис. 3. Загальна схема управління валютним ризиком в банку

Вважаємо, що у цій системі потрібно зосередити увагу на використанні елементів економіко-математичного моделювання.

Другий блок управління валютним ризиком, на наш погляд, повинен бути пов'язаний з аналізом ризику, здійсненням економічної оцінки його масштабів і можливих у зв'язку з цим фінансових витрат, а звідси – визначенням відповідних функціональних заходів, планів і програм як тактичного, так і стратегічного змісту. Крім цього, на даному етапі повинні формуватись сценарії можливого розвитку несприятливих ситуацій, і за групами ризику можуть бути побудовані функції розподілу імовірності збитку (залежно від його розміру).

Третій блок управління валютним ризиком повинен бути пов'язаний із визначенням методів і механізмів запобігання його наслідків. Зазначимо, що набір таких методів, напрацьований світовою практикою, є досить широким. Найбільш ефективними та перспективними у вітчизняній банківській практиці, на наш погляд, є наступні.

1. Метод, який поєднує в собі систему суто статистичних заходів, що знаходять відображення в діловодстві банків, їхньому бухгалтерському обліку. Мова йде про здійснення взаємного зарахування ризику за пасивами й активами, ведення рахунків безпосередньо в іноземній валюті, у якій здійснюються операції, запровадження системи централізованого захисту від валютного ризику, коли відповідні доходи чи втрати переносяться з конкретних підрозділів банку на його материнську структуру.

2. Поширеним у зарубіжній практиці, але обмеженим у застосуванні на вітчизняному

валютному ринку є метод страхування від валютного ризику, що базується на укладенні угод форвардного типу. Як відомо, основними перевагами у даному випадку є фіксація в угоді валютного курсу, що додає прогнозованості майбутній операційній діяльності банку.

3. Ефективним методом валютного страхування може стати надання спеціальних валютних позичок, що використовуються як гарантії майбутніх валютних надходжень.

4. Доцільним, на нашу думку, було б запровадження у вітчизняну практику використання валютних опціонів, основною привабливістю яких є надання права вибору альтернативних валютних умов контракту. Йдеться про можливість купівлі чи продажу однієї валют замість іншої за наперед визначеним курсом у будь-який час до попередньо встановленої дати.

5. Досить перспективним відносно хеджування ризиків, на наш погляд, є розвиток операцій типу “своп”, які є одним з найбільш ефективних з існуючих на сьогоднішній день методом мінімізації валютного ризику. Увагу слід звернути як на “свопи” з фіксованими ставками (currency swap), так і на “свопи” з плаваючими процентними ставками.

Зазначимо, що на даній стадії важливу роль відіграє оцінка порівняльної ефективності наявних методів мінімізації ризику з метою вибору найкращого з них. Вибір оптимального способу впливу на валютні ризики допомагає сформулювати загальну стратегію управління всім комплексом ризиків комерційного банку.

Четвертий, завершальний блок пов'язаний з контролем та коригуванням результатів реалізації стратегії управління валютним ри-

зиком з урахуванням нової інформації. На даному етапі повинна здійснюватись оцінка ефективності обраних методів та інструментів мінімізації ризиків, виявляються існуючі недоліки, які обов'язково повинні враховуватись у подальшій діяльності шляхом коригування самого процесу управління ризиками.

Висновки. Отже, враховуючи вищевикладене, можна підсумувати, що вдосконалення процесу управління валютним ризиком є одним із першочергових завдань. При цьому, до вирішення цієї проблеми обов'язково слід підходити комплексно, враховуючи усі аспекти фінансової діяльності. Наведені пропозиції дозволять суттєво покращити концептуальну та організаційну основу роботи суб'єктів валютних відносин, щодо управління валют-

ним ризиком, що дозволить активізувати їх діяльність на валютному ринку.

Література

1. Карманов Є.В. Банківські договори. Договори в іноземній валюті: Навчальний посібник для студентів юридичних спеціальностей вищих навчальних закладів. – Х.: Право, 2004. – 312 с.
2. Корнієнко Т. Управління ризиками як складова управління активами і пасивами // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 6. – С. 28-31.
3. Шмырева А.И. Колесников В.И., Климов А.Ю. Международные валютно-кредитные отношения. – СПб.: Питер, 2002. – 272 с.

Поступила до редакції 20.12.08

© В.З. Бугай, А.С. Барсегян, 2008