

STRATEGIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM WALUTOWYM

Wstęp

Coraz powszechniejszym problemem w działalności polskich przedsiębiorstw staje się konieczność zarządzania ryzykiem walutowym. Wejście Polski w strukturę Unii Europejskiej spowodowało zwiększenie zainteresowania rynkami zagranicznymi jako potencjalnymi rynkami zbytu, jak i rynkami pozyskiwania surowców. Znaczne ułatwienia i udogodnienia m.in. zniesienie opłat celnych, kontyngentów ilościowych, uproszczenie procedur, spowodowało, że coraz więcej przedsiębiorstw zwiększa swoje obroty zagraniczne (import, eksport), ale jest też duża grupa firm, która dopiero rozważa możliwość wejścia na rynki unijne. Zwłaszcza dla tej ostatniej grupy podmiotów, które dopiero zaczynają wymianę zagraniczną, pierwsze zetknięcie się z ryzykiem walutowym i konieczność zarządzania tym ryzykiem może nastroić dużo problemów. Z uwagi na największą powszechność walutowego ryzyka transakcyjnego to właśnie w głównej mierze podlega zarządzaniu. Dlatego też to opracowanie skupia się głównie na tym rodzaju ryzyka walutowego.

Strategie zarządzania ryzykiem walutowym

Prawidłowo skonstruowana strategia zarządzania ryzykiem walutowym pozwala na zabezpieczenie płatności walutowych przed niekorzystnymi zmianami kursów walutowych, jednocześnie powinna pozwalać na czerpanie korzyści z pojawiających się dodatnich różnic kursowych. Wybór strategii zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie jest uzależniony od szeregu czynników:

- nastawienie kadry zarządzającej (właścicieli) do ryzyka walutowego – jego akceptacja bądź też odrzucenie,
- specyfika zagranicznych przepływów handlowych tj. powtarzalność przepływów handlowych lub ich nieregularność, terminy płatności, wielkość transakcji (wielkość ekspozycji), stabilność waluty rozliczenia, kierunek przepływu (import czy eksport),
- siła wpływu zmiany kursów na wyniki finansowe przedsiębiorstwa, wielkości zagranicznych obrotów handlowych w stosunku do obrotów ogółem,
- szybkość z jaką można dostosować ceny by skompensować wpływ nieoczekiwanych zmian w kursie walutowym na marżę zysku,

- szybkość zmiany źródła pozyskiwania surowców i/lub zmiany rynków zbytu dla produktów,
- umiejętności/kwalifikacje kadry zarządzającej,
- możliwości zastosowania wewnętrznych instrumentów zabezpieczających i/lub instrumentów zewnętrznych.

Kombinacje powyższych czynników mogą się zasadniczo różnić w poszczególnych przedsiębiorstwach, skutkiem czego strategie muszą być indywidualnie dopasowywane do specyfiki danego przedsiębiorstwa. Ogólnie można wyróżnić trzy podstawowe podejścia do zarządzania ryzykiem walutowym. Dopiero po wyborze jednego z tych podejść firma powinna zacząć budować strategię zarządzania ryzykiem walutowym. Te trzy ogólne podejścia to:

- zabezpieczanie wszystkich płatności,
- brak zabezpieczeń,
- zabezpieczanie selektywne.

Wybór pierwszego podejścia skutkuje strategią, w której każda otwarta pozycja walutowa jest zamykana. Niesie to za sobą wysokie koszty zabezpieczeń (większa liczba transakcji zabezpieczających, wyższe wartości sumy pozycji zabezpieczanych). Liczbę transakcji oraz ich wartość można ograniczać np. poprzez kompensowanie ekspozycji wewnątrz firmy i/lub blokowanie mniejszych transakcji w jedną większą w celu wynegocjowania lepszych warunków zabezpieczeń. Wyższe koszty zabezpieczeń można zrekompensować niższymi kosztami stałymi, gdyż nie ma konieczności zatrudniania wykwalifikowanej kadry oraz przeprowadzania (nabywania) analiz i prognoz rynku walutowego. Strategia ta ma swoje ekonomiczne uzasadnienie jedynie przy firmach o niewielkich obrotach handlowych. Niewątpliwą korzyścią ze stosowania tej strategii jest dokładne określenie wartości przyszłych przepływów pieniężnych co ułatwia planowanie w firmie.

Przy podejściu, w którym firma nie stosuje zabezpieczeń trudno mówić o strategii. Podłożem do zastosowania tego podejścia może być:

- niedostrzeganie (ignorowanie, bagatelizowanie) problemu ujemnych różnic kursowych,
- świadomy brak działania spowodowany niewielkim wpływem potencjalnych ujemnych różnic kursowych na wyniki finansowe i płynność firmy (mały udział obrotów denominowanych w walutach obcych w obrotach ogółem i/lub bardzo wysokie marże handlowe),

- możliwość przerzucenia kosztów na klientów (kompensata ujemnych różnic kursowych poprzez zwiększenie ceny).

Przy tej strategii niepotrzebne oczywiście jest zatrudnienie wykwalifikowanej kadry, dodatkowo nie ponosimy kosztów zabezpieczeń, zwiększa się natomiast niepewność co do wartości przyszłych przepływów pieniężnych. Do zalet stosowania tej „strategii” można jeszcze zaliczyć możliwość uzyskiwania pełnych korzyści z dodatnich różnic kursowych. Kosztem jaki może się pojawić może być koszt wynikający z zamrożenia części środka finansowych w postaci funduszy rezerwowych mających zamortyzować wpływ potencjalnych ujemnych różnic kursowych.

Wybranie trzeciego podejścia – zabezpieczanie selektywne – skutkuje skonstruowaniem takiej strategii zarządzania ryzykiem walutowym, która umożliwia zabezpieczenie pewnego poziomu przepływów finansowych i jednocześnie pozwala osiągać korzyści z tytułu dodatnich różnic kursowych przy jednoczesnym minimalizowaniu kosztów zabezpieczeń. Strategia ta wymaga zastosowania wielu technik zabezpieczeń zarówno tych wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Nie każda rozpoznana ekspozycja na ryzyko walutowe jest automatycznie likwidowana. Ekspozycja na ryzyko walutowe jest zmniejszana poprzez wybiórcze zastosowanie zabezpieczeń według wcześniej ustalonych reguł. Chcąc konstruować i realizować tą strategię należy posiadać kadre o odpowiednich kwalifikacjach, gdyż nieumiejętne korzystanie zwłaszcza z instrumentów rynku terminowego może spowodować, iż koszty zabezpieczeń będą wyższe niż korzyści uzyskane z ich zastosowania. Rozwinięciem tej strategii będzie strategia, w której oprócz zabezpieczania pozycji walutowych występuje element spekulacji. Firmy mające odpowiednio wykwalifikowany zespół zarządzający ryzykiem walutowym i odpowiednio wysoki kapitał może pokusić się o sztuczne kreowanie ekspozycji na ryzyko walutowe w celu osiągnięcia dodatkowych zysków. Z uwagi jednak na dużą nieprzewidywalność rynków walutowych działalność ta jest obciążona wysokim stopniem ryzykiem, biorąc dodatkowo pod uwagę efekt dźwigni finansowej przy instrumentach pochodnych.

Biorąc pod uwagę stosunek kosztów do poziomu ryzyka i potencjalnych korzyści najkorzystniejsza wydaje się strategia polegająca na zabezpieczaniu selektywnym. Dlaczego więc wszystkie firmy (pomijając małe) nie stosują tej strategii?

Każda strategia musi być dopasowana do specyfiki firmy (patrz wyżej), to co sprawdziło się w podobnej firmie niekoniecznie musi działać w naszej. Dlatego najważniejszy czynnik przy konstruowaniu strategii zarządzania ryzykiem, to czynnik ludzki, a nie jak by się mogło wydawać środki pieniężne. Wiele firm o bardzo dużym potencjale finansowym, mające

rozbudowane działy finansowe, ponosi rokrocznie wysokie straty z tytułu ujemnych różnic kursowych w wyniku źle skonstruowanych strategii zabezpieczających.

Instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem walutowym

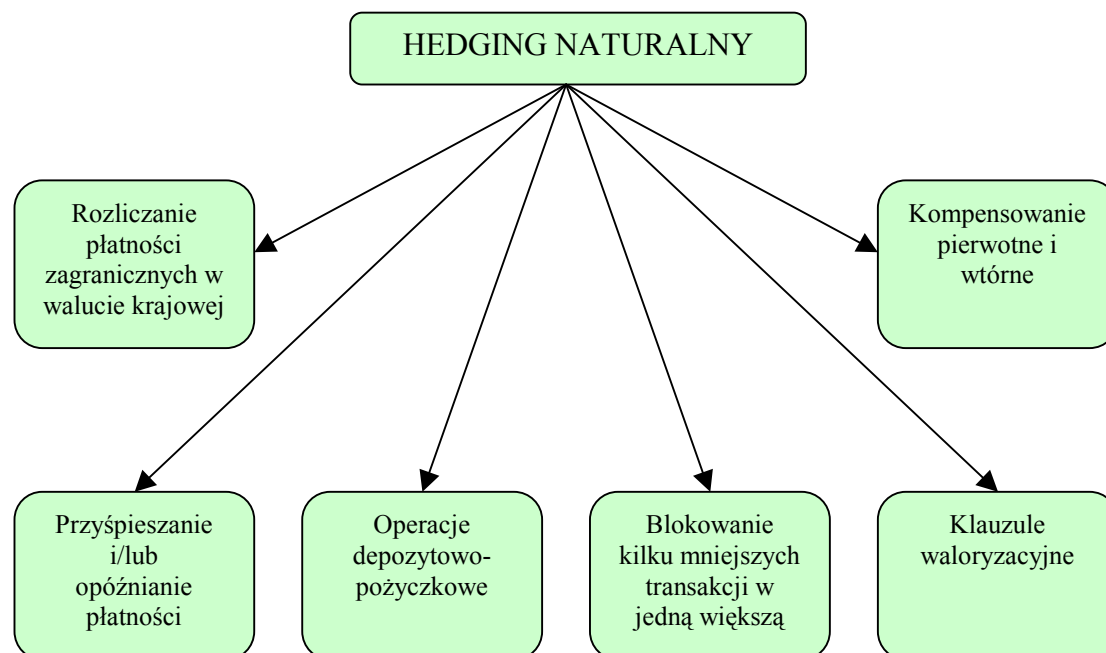
Rozwijający się dynamicznie polski rynek finansowy, mimo że pozostaje jeszcze z tyłu za najlepiej rozwiniętymi rynkami finansowymi świata, oferuje coraz większą gamę instrumentów zabezpieczających. Część z tych instrumentów jest dostępnych od bardzo krótkiego czasu (np. opcje egzotyczne) więc możliwości oceny ich efektywności są mocno ograniczone.

Mamy dwie główne grupy instrumentów zabezpieczających:

- instrumenty wewnętrzne (tzw. hedging naturalny),
- instrumenty zewnętrzne.

Obie grupy zawierają wiele instrumentów pozwalających w sposób efektywny zarządzać ryzykiem walutowym. Trzeba tylko dobrać odpowiedni zestaw narzędzi, który pozwoli czerpać maksymalne korzyści z tego tytułu.

Schemat 1. Wewnętrzne sposoby zabezpieczeń przed ryzykiem walutowym



Źródło: opracowanie własne.

Oczywiście należy wziąć pod uwagę, że możliwości zastosowania niektórych z wymienionych instrumentów zabezpieczających może być mocno utrudnione lub nawet niemożliwe w części przedsiębiorstw. Trudne będzie np. narzucenie jako waluty rozliczenia naszej waluty krajowej, jeżeli jesteśmy małą/średnią firmą, a negocjujemy kontrakt z dużą międzynarodową firmą (zbyt mała siła przetargowa). Co oczywiście nie oznacza, że prób takich negocjacji nie należy podejmować. Kolejnym ograniczeniem będzie jednokierunkowość przepływów walutowych. Jeżeli firma jest tylko importerem lub eksporterem to nie może skorzystać z możliwości kompensowania (netting) wpływów i wydatków w tej samej walucie (dla nettingu pierwotnego, przy nettingu wtórnym występuje kompensowanie w ramach kilku walut), w celu ograniczania ekspozycji na ryzyko walutowe. W takim wypadku pozostaje tylko blokowanie kilku mniejszych transakcji w jedną większą w celu wynegocjowania lepszych warunków zabezpieczeń. Z kolei próba zastosowania opóźniania/przyspieszania płatności w stosunku do przedsiębiorstw spoza grupy kapitałowej, może doprowadzić do pogorszenia się wizerunku firmy w pełni wypłacalnej, co w dalszej kolejności może doprowadzić do pogorszenia się oferowanych jej warunków kredytu kupieckiego.

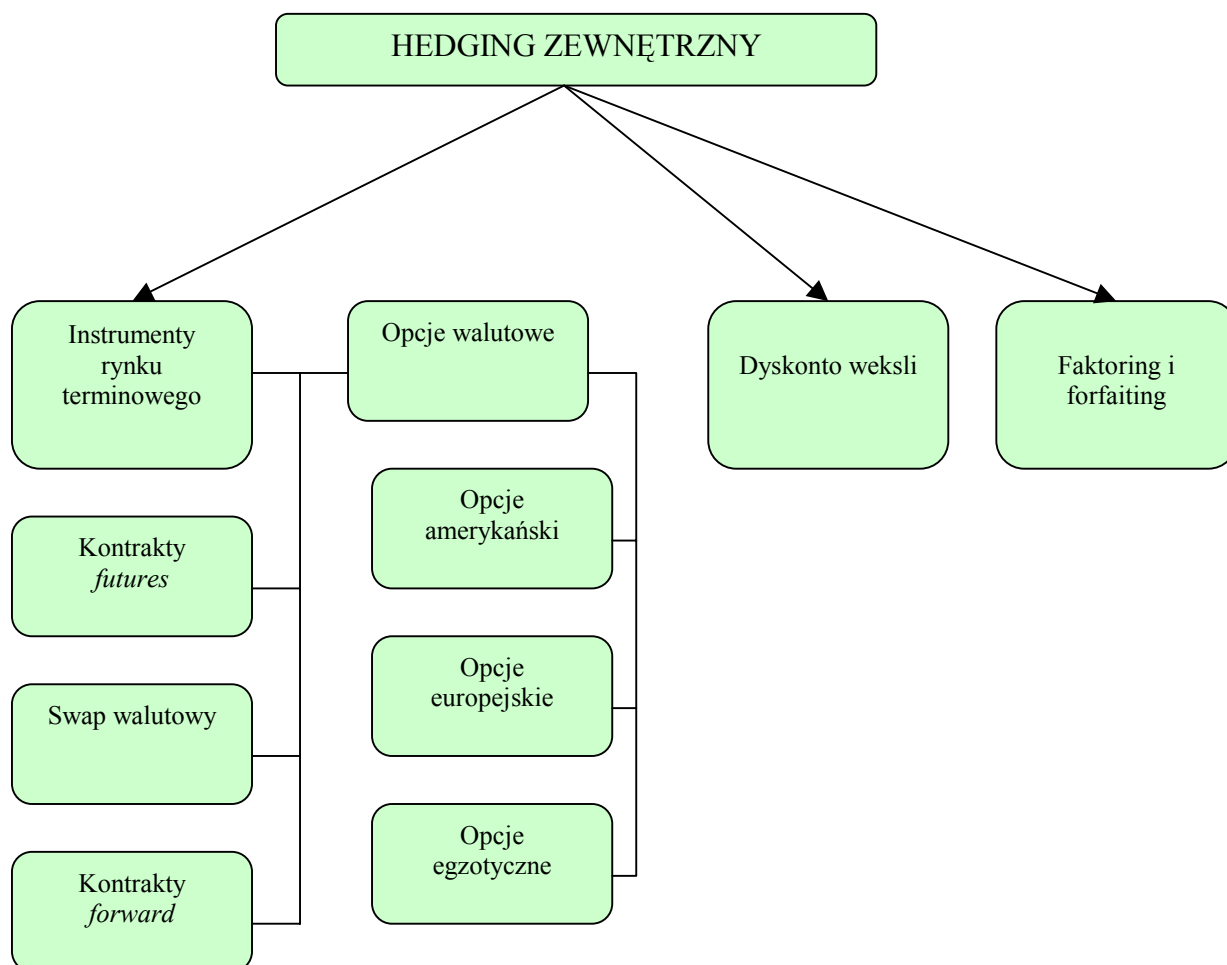
Mimo tych ograniczeń, pierwszym krokiem w zarządzaniu ryzykiem walutowym powinno być maksymalne wykorzystanie możliwości jakie stwarzają zabezpieczenia wewnętrzne. Dopiero w dalszej kolejności należy sięgać po zabezpieczenia zewnętrzne, zwłaszcza te z rynku terminowego.

Przy hedgingu zewnętrznym w zasadzie nie ma ograniczeń co do możliwości zastosowania poszczególnych instrumentów przez przedsiębiorstwa, jak to miało miejsce przy hedgingu naturalnym. Jedyne ograniczenia, jakie mogą się tutaj pojawić wynikają z minimalnych wartości zabezpieczanych pozycji, jakie są wymagane przez instytucje oferujące te instrumenty (głównie banki).

Tak jak było postulowane wcześniej, pierwszym krokiem przy zabezpieczaniu powinno być wykorzystanie hedgingu naturalnego, natomiast hedging zewnętrzny powinien służyć zabezpieczaniu ekspozycji, które pozostały mimo zastosowania zabezpieczeń wewnętrznych. Korzystanie z zewnętrznych zabezpieczeń niesie za sobą konieczność poniesienia jednej z dwóch grup kosztów:

- koszty bezpośrednie, np. koszt premii przy zakupie opcji walutowych, pobierane dyskonto przy faktoringu i forafaitingu oraz dyskoncie weksli,
- koszty pośrednie (utraconych możliwości) wynikające z zamrożenia części kapitału, np. depozyt zabezpieczający przy zakupie kontraktów *forward* i *futures*.

Schemat 2. Zewnętrzne sposoby zabezpieczeń przed ryzykiem walutowym



Źródło: opracowanie własne.

Niemniej jednak zastosowanie instrumentów zewnętrznych (w tym przypadku instrumentów pochodnych) pozwala na budowanie całych strategii zabezpieczających co pozwala lepiej dopasować zabezpieczenia do wewnętrznych wymagań firmy.

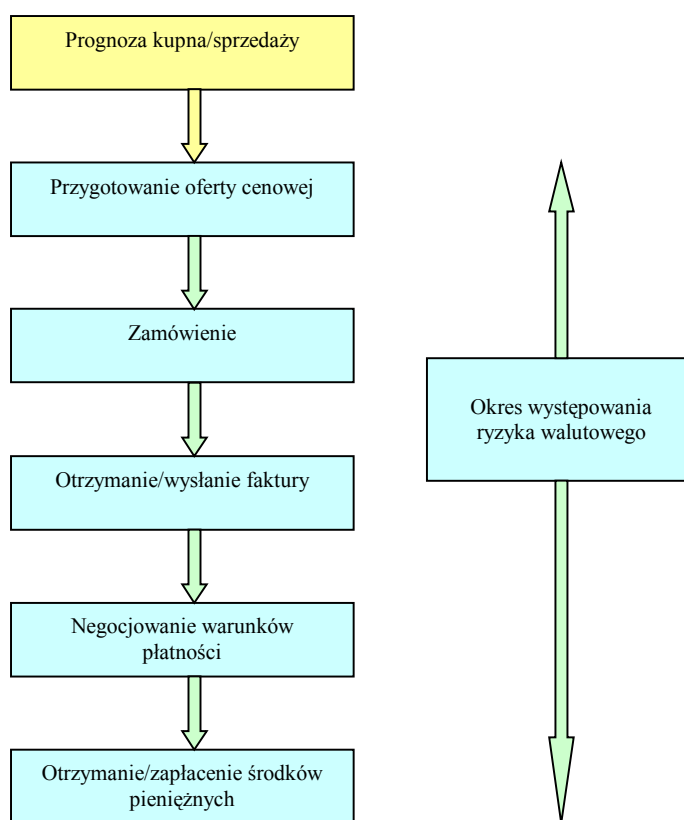
Ogólny schemat zabezpieczeń

Przy konstruowaniu schematu zabezpieczeń w ramach wybranej strategii zabezpieczającej należy skupić się na trzech obszarach:

- identyfikacja i kwantyfikacja ryzyka,
- sterowanie ryzykiem,
- kontrola podejmowanych przedsięwzięć.

W etapie pierwszym punktem wyjścia jest ustalenie momentu, w którym ryzyko się pojawia. Przyjmuje się, że ma to miejsce w momencie, w którym zostają ustalone ceny za sprzedawane (kupowane) towary i nie ma już możliwości zaabsorbowania ruchów kursu walutowego w cenę produktu. Końcem okresu występowania ryzyka walutowego będzie moment wpłynięcia środków pieniężnych od kontrahenta.

Schemat 3. Okres występowania ryzyka w przedsiębiorstwie eksportującym (importującym)



Źródło: J. Zajac, *Polski rynek walutowy w praktyce: produkty, transakcje, strategie, zarządzanie ryzykiem walutowym*, K.E. LIBER, Warszawa 1999, s. 231.

Jeśli chodzi o pomiar ryzyka walutowego możemy zastosować miary ryzyka skupione w trzech grupach:

- miary zmienności w tym: odchylenie i semiodchylenie standardowe, wariancja, współczynnik zmienności,

- miary wrażliwości w tym: korelacja kursów walutowych i wybranych czynników makroekonomicznych np. bilans obrotów bieżących, inflacja, bezrobocie, podaż pieniądza,
- miary zagrożenia w tym: Value at Risk (dla krótkich okresów czasu – do kilkunastu dni), Cash Flow at Risk (dla okresów do 12 miesięcy).

Dwie pierwsze grupy miar dotyczą bezpośrednio analizy kursów walutowych w jakich prowadzimy rozliczenia. Natomiast trzecia grupa miar, to połączenia analizy kursów walutowych i pozycji walutowych w przedsiębiorstwie. Interpretacja tych miar jest stosunkowo prosta, im większe przyjmują wartości, tym większy jest poziom ryzyka walutowego.

Przy analizach kursów walutowych możemy dodatkowo wspierać się analizą techniczną i przy pomocy wybranych wskaźników oraz analizie formacji prognozować przyszłe ruchy kursów walutowych. Nie należy zapominać w analizie kursów walut o cecha jakościowych. Mowa tutaj głównie o czynnikach politycznych, które w krótkim okresie mogą mieć zasadnicze znaczenie dla rynków walutowych.

W drugim etapie zarządzania ryzykiem walutowym należy zdecydować jakie instrumenty zabezpieczające należy zastosować do określonych rodzajów płatności (i czy w ogóle je stosować). W pierwszej kolejności należy określić poziomy zabezpieczeń dla płatności denominowanych w określonych walutach i o określonych terminach płatności. Generalnie należy kierować się dwoma zasadami:

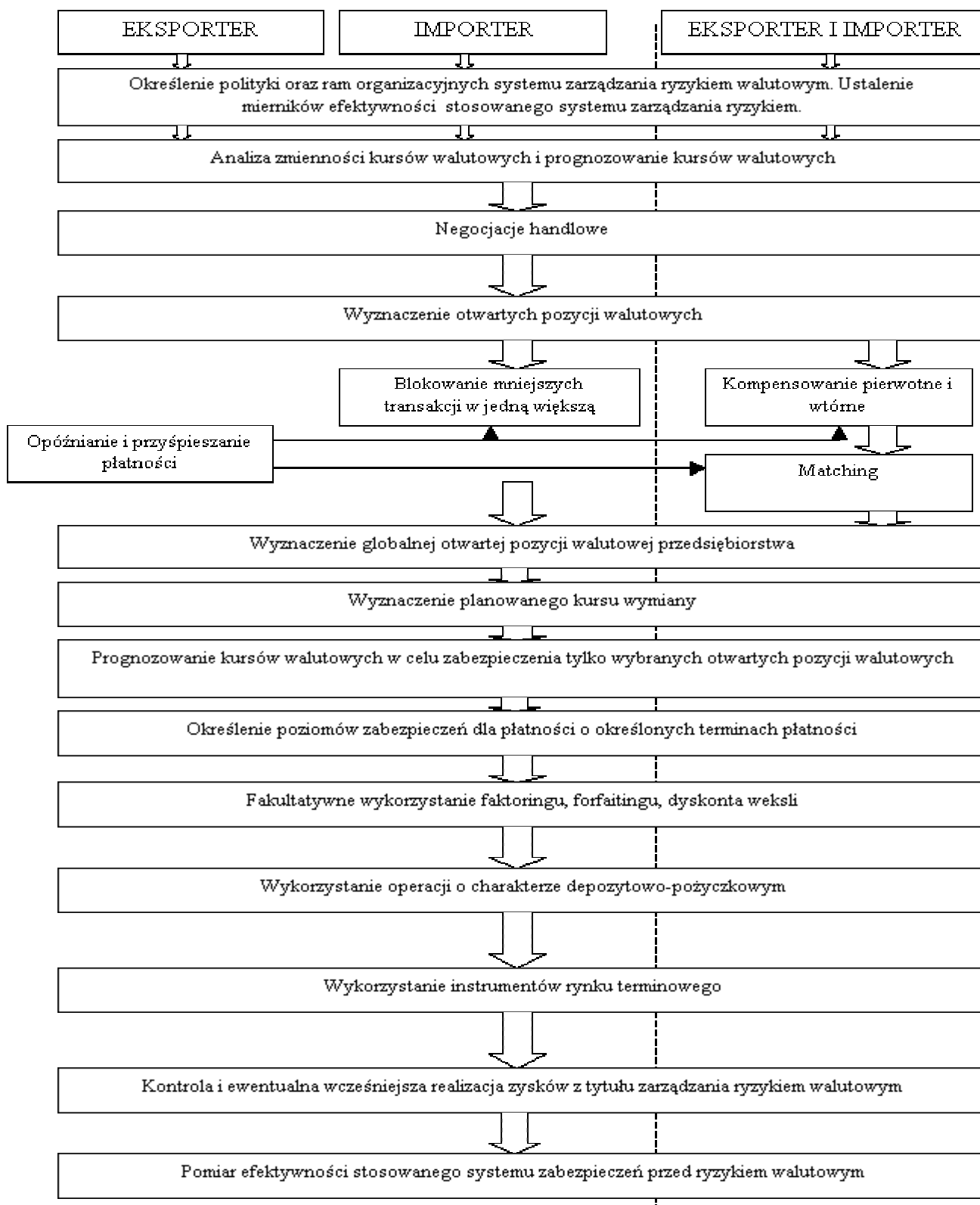
- im stabilniejsza jest waluta rozliczenia, tym poziom zabezpieczeń może być niższy,
- im dłuższy jest termin płatności, tym niższy poziom zabezpieczeń.

Po wyborze konkretnych metod zabezpieczeń i wprowadzeniu ich w życie, w etapie trzecim należy przeprowadzić ocenę zastosowanych metod z punktu widzenia poniesionych kosztów i osiągniętych z tego tytułu korzyści¹. Porównać należy efektywny kurs wymiany otrzymany w wyniku zastosowania instrumentów zabezpieczających z zakładanym wcześniej kursem wymiany. Pozwoli to sprawdzić efektywność stosowanej strategii zabezpieczającej.

Tak przedstawiony ogólny schemat zarządzania ryzykiem walutowym można oczywiście przedstawić w sposób znacznie bardziej rozbudowany.

¹ Oczywiście nie należy zapominać o kontroli formalnej, a więc m.in. czy transakcje są poprawnie rozliczane, czy są one w całości rejestrowane w księgach i sprawozdaniach finansowych.

Schemat 4. Szczegółowe etapy zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie



Źródło: opracowanie własne.

Jest to schemat uniwersalny, co nie znaczy, że w każdej firmie wszystkie te etapy będą występowały. Z uwagi na ograniczenia, o których wspomniano wcześniej, część firm pominie niektóre etapy. Nie mniej jednak schemat ten wskazuje optymalny sposób² wykorzystania wszystkich dostępnych metod, sposobów, instrumentów zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie i może być punktem wyjścia do budowania własnego schematu zarządzania ryzykiem walutowym.

Autor:

mgr Daniel Śliwiński

Akademia Rolnicza Szczecin

Wydział Ekonomiki i Organizacji Gospodarki Żywnościowej

Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwami

ul. Monte Cassino 16

70-466 Szczecin

² zdaniem autora