Eugeniusz NAJLEPSZY

RYZYKO DEWIZOWE W STRATEGII ZARZĄDZANIA FINANSOWEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

Uwagi wprowadzające

Celem opracowania jest rozpoznanie możliwości i potrzeby zarządzania ryzykiem dewizowym w przedsiębiorstwie dokonującym operacji gospodarczych z zagranicą, których rozliczenie następuje w przyszłym okresie.

Z neoklasycznej teorii równowagi (*theory of efficient markets*) wiążącej zmiany kursu walut, stóp procentowych oraz inflacji wynika, że jeśli relacje parytetowe między tymi wielkościami są zachowane, to ryzyko dewizowe staje się iluzoryczne. W konsekwencji wystąpienie nieantycypowanej aprecjacji/deprecjacji waluty nie może być problemem finansowym ani dla zarządu firmy, ani też dla akcjonariuszy (inwestorów). W tych warunkach jakakolwiek akcja osłonowa (*hedging*) musiałaby zostać potraktowana jako marnotrawstwo czasu menedżerów i środków finansowych. W wyniku procesu międzynarodowego arbitrażu, niemalże automatyczne wyrównane przez zyski kursowe w toku realizacji operacji zagranicznych. Generowane w procesie stochastycznego błądzenia zmiany kursu walut systematycznie podążają za zmianami stóp procentowych. Te z kolei w sposób adekwatny odzwierciedlają podlegające fluktuacjom międzynarodowe różnice w stopach inflacji. Stąd też najlepszą prognozą przyszłych kursów bieżących (kasowych) jest wysokość bieżących kursów terminowych (*The unbiased forward theory*), które są w pełni skorelowane ze sobą[1].

---

[1] Por. **G. Dufey, J. Giddy**, International Financial Planning, California Management Review Fall 1978, s. 69-81; **G. Dufey, J. Giddy**, The International Money Market, Prentice Hall, New Jersey 1978.

Podejmowane na szeroką skalę badania empiryczne w Stanach Zjednoczonych i w Europie Zachodniej dowodzą, że pomimo dość sprawnego mechanizmu arbitrażu międzynarodowego procesy dopasowywania stochastycznego relacji parytetowych w rzeczywistości nie przebiegają bynajmniej w gładki i zadowalający sposób[2]. W istocie, już sama natura procesu „błądzenia" losowego (stochastycznego) utrudnia skorelowane wzajemnie zmiany kursów walut, stóp procentowych i inflacji w sposób zapewniający warunki parytetu. Wobec tego należy założyć, że firmy, przynajmniej w krótkim okresie, nie mogą mieć pewności co do utrzymania się realnej wartości planowanych czy też jeszcze nie zrealizowanych przepływów finansowych z podjętych operacji zagranicznych. Nieefektywność rynków dewizowych jest spowodowana przede wszystkim występowaniem nasilających się w czasie akcji interwencyjnych rządów, jest także wynikiem ogólnej niedojrzałości wielu nowo rozwijających się rynków finansowych w krajach słabiej uprzemysłowionych, do których dostęp jest chroniony barierami legislacyjnymi i preferencyjnymi systemami podatkowymi.

Całość rozważań problematyki ryzyka dewizowego w kontekście zarządzania finansowego przedsiębiorstwa podzielona jest na cztery części. W pierwszej części została przedstawiona istota, rodzaj i charakter odchyleń przyszłych relacji kursów walutowych od oczekiwanych relacji parytetowych dla rynku efektywnego. Przedsiębiorstwa nie mogą ignorować procesu nieantycypowanych zmian generujących te odchylenia. Stoją bowiem wobec perspektywy wystąpienia groźby poważnego ryzyka dewizowego.

W drugiej części analizy wyjaśniono, dlaczego ryzyko dewizowe staje się tak istotnym problemem dla procesu zarządzania finansowego przedsiębiorstwa, a zatem dlaczego musi być trwałym elementem strategii finansowej.

Trzecia część rozważań obejmuje przegląd strategii osłonowych wykorzystywanych najczęściej do neutralizowania wpływu ryzyka dewizowego na przepływy finansowe przez doświadczone przedsiębiorstwa operujące na rynkach globalnych.

Ostatnia część opracowania jest poświęcona głównym wewnętrznym technikom osłonowym, umożliwiającym osiągnięcie maksymalnej wartości

---

[2] **M. Adler**, **B. Dumas**, Exposure to Currency Risk; Definition and Measurement, Financial Management, Summer 1984, s. 41-50; **R. W. Baillie**, **R. T. Baillie**, **P. C. McMahon**, Interpreting Econometric Evidence on Efficiency in the Foreign Exchange Market, Oxford Economic Papers 1984, No 36, s. 67-85; **R. M. Levich**, Empirical Studies of Exchange Rates: Price Behavior Rate Determination and Market Efficiency, w: Handbook of International Economics, vol. 2, Amsterdam 1985.

dochodów z operacji zagranicznych realizowanych w danym okresie. Ich skuteczność zostanie dodatkowo uwypuklona w perspektywie operacyjnej polityki produkcyjnej i marketingowej przedsiębiorstwa, prowadzącego działalność handlu zagranicznego.

1. Hipoteza efektywności rynków walutowych a ryzyko dewizowe

W kręgach teoretyków i praktyków finansów międzynarodowych powszechnie obecnie utrzymuje się, że chociaż teoria rynków efektywnych jest także koncepcją dobrze opisującą cechy rynków walutowych, to jednak nie w każdych okolicznościach wyjaśnia dostatecznie wiernie wszystkie sytuacje powstające na tych rynkach. Wyniki licznych empirycznych badań, prowadzonych zwłaszcza w latach osiemdziesiątych, i przeprowadzonych testów statystycznych, dotyczących zmian kursów kasowych i terminowych, nie zawsze potwierdzają rzeczywiste zachowanie się kursów walutowych na wielu podstawowych rynkach dewizowych. Testy empiryczne wskazują w konkretnych przypadkach na znaczne ograniczenia w kształtowaniu relacji parytetowych w różnych wybranych okresach, a zatem dowodzą istnienia sporych obszarów nieefektywności rynków walutowych.

Jak wiadomo, w neoklasycznym modelu ogólnej równowagi kursów walutowych kluczową rolę odgrywa samoczynny mechanizm osiągania relacji parytetowych, który jest ściśle związany z możliwościami przystosowania się cen towarów i usług, stóp procentowych i kursów walut zagranicznych do inflacji na rynkach krajowych i międzynarodowych. Dążenie do utrzymania się relacji parytetowych (wolnorynkowego parytetu walut) determinuje przyszły kierunek zmiany kursów kasowych i terminowych. Empiryczna weryfikacja zależności kursu walut, stóp procentowych i inflacji potwierdza jednakże występowanie istotnych odchyleń faktycznych wartości kursów walut od oczekiwanych relacji parytetowych, zgodnie z hipotezą rynku efektywnego.

Zdecydowana większość badań statystycznych, opublikowanych głównie w latach osiemdziesiątych, dowodzi, że w istocie występują cztery rodzaje odchyleń kursu walut od relacji parytetowych zachodzących w modelu równowagi, a mianowicie odchylenia:

a) bieżących kursów kasowych od parytetu siły nabywczej,
b) kursu terminowego od przyszłego kursu walutowego,
c) premii (dyskonta) kursów terminowych od parytetu stóp procentowych,
d) przyszłych kursów kasowych od różnic w stopach procentowych.

Odchylenia kursu walutowego od parytetu siły nabywczej oznaczają, że aktualne relacje wymiany waluty krajowej na zagraniczną (lub vice versa) nie odzwierciedlają w pełni faktycznych, bieżących zmian poziomu cen krajowych i zróżnicowania inflacji.

W przeciwieństwie do rynków walutowych, które z istoty bardzo gwałtownie i na bieżąco reagują na dopływające informacje o zmianie w rządowej polityce monetarnej, fiskalnej lub przesileniu politycznym i zmianie gabinetów rządowych, rynki towarowe odznaczają się o wiele mniejszą mobilnością, a zmiany cen dużą inercją (*price stickness*). Na skutek dużo wolniejszych i często opóźnionych reakcji cen towaru, zmiany kursów walut są „przestrzelone" i naruszają parytet siły nabywczej waluty krajowej w relacji do walut zagranicznych. Oznacza to, że na podstawie analizy różnic w stopie oczekiwanej inflacji krajowej i zagranicznej nie można w sposób adekwatny (dla potrzeb kalkulacji cenowych firm i inwestorów) wyszacować przyszłą wartość kursu kasowego. Często faktyczne zmiany kursu kasowego mogą nagle pójść w zgoła przeciwnym kierunku.

Dlatego spora część ekonomistów skłonna jest raczej uznać wiarygodność twierdzenia teorii o parytecie siły nabywczej walut tylko w długich okresach. Na krótką metę nieantycypowane zmiany kursów kasowych mogą doprowadzić do znacznego przewartościowania lub niedowartościowania waluty krajowej w stosunku do walut zagranicznych. W takim przypadku firmy oraz inwestorzy stają w obliczu ryzyka dewizowego, ponieważ nie można dokładnie przewidzieć kierunku i skali fluktuacji oczekiwanych strumieni pieniężnych z podejmowanych transakcji zagranicznych.

Wyniki badań statystycznych potwierdzają również częste i silne odchylenia kursów terminowych od przyszłych (oczekiwanych) kursów kasowych. W tym przypadku testowana jest zależność, według której kurs terminowy waluty z dostawą w czasie $t+n$ ($F_{t,n}$) stanowi nieobciążoną i najbardziej dokładną prognozę przyszłego kursu kasowego (*unibiased predictor of the forward rate*) – S_{t+n}.

Wyniki większości testów uzyskane w latach 1980-1992 w zdecydowany sposób zweryfikowały tę zależność, tym samym przyznając, że na podstawie zmiany kursów terminowych nie da się z wystarczającą dokładnością określić przyszłej deprecjacji lub aprecjacji[3]. Często także zmiany kursu terminowego sugerują odwrotny kierunek zmiany przyszłych kursów kasowych od tych, które rzeczywiście występują.

---

[3] Szczegółowe omówienie rezultatów badań statystycznych dotyczących testów efektywności rynków walutowych można znaleźć w opracowaniu **M. Sokalskiej**, Efektywne rynki walutowe, Ekonomista 1995, nr 3, s. 528-539.

Ewidentne odchylenia różnic kursów terminowych od przyszłych kursów kasowych stanowią poważne źródło ryzyka związanego z zawieraniem transakcji dewizowych. Nie może być ono dłużej ignorowane przez firmy lub inwestorów, wobec perspektywy realnego zagrożenia przyszłej wartości dochodów realizowanych w walutach zagranicznych.

Pojawienie się z kolei odchyleń premii/dyskonta kursu terminowego od parytetu stopy procentowej jest przede wszystkim związane z ustanowieniem przez rządy wielu krajów administracyjnych ograniczeń w przepływie kapitału. Istnieją także techniczne ograniczenia rozwoju nowoczesnych metod transferu środków finansowych, które wydatnie mogłyby obniżyć koszty transakcyjne. Wobec tych ograniczeń należy się liczyć z realną możliwością, że kształtujące się na rynku walutowym różnice pomiędzy kursem terminowym i kasowym nie będą mogły całkowicie pokrywać różnic w rynkowych stopach procentowych między krajem a zagranicą. Dla jednych firm i inwestorów otwiera to możliwość bardzo zyskownych spekulacji, podczas gdy dla drugich poniesienie nieantycypowanych strat finansowych. W pierwszej sytuacji wysokie koszty źródeł finansowania (wysokie odsetki) będą mogły być z nadwyżką (zyski kursowe) wyrównane przez dyskonto kursu kasowego na koniec okresu rozliczeniowego transakcji dewizowej. W drugiej sytuacji natomiast niskie koszty źródeł finansowania będą okupione koniecznością dopłaty do zbyt wysokiej przyszłej premii kursu kasowego w chwili rozliczenia transakcji dewizowej. W każdej z tych sytuacji odchylenia od faktycznie realizowanego dyskonta/premii kursu od parytetu stopy procentowej kreują znaczne ryzyko dewizowe, które musi być wzięte pod uwagę przy podejmowaniu decyzji finansowych.

Ostatni rodzaj odchyleń od relacji parytetowych wiąże się z tzw. międzynarodowym efektem Fishera, który wyraża oczekiwanie, że prognozowane zmiany w różnicy stopy procentowej krajowej i zagranicznej będą w całej rozciągłości momentalnie odzwierciedlone w poziomie przyszłego kursu kasowego. Podstawowym jednakże warunkiem spełnienia się tej zależności jest swobodny arbitraż stóp procentowych pomiędzy krajowym i zagranicznym rynkiem kapitałowym. Przy występowaniu ciągle jeszcze poważnych przeszkód w przepływach kapitału, ograniczeniach w funkcjonowaniu rynków terminowych, słabnie zainteresowanie prowadzeniem działalności arbitrażowej. Występujące odchylenia kursów kasowych od relacji parytetu należy zatem zinterpretować w taki sposób, że na podstawie oczekiwanych różnic w stopach procentowych pomiędzy krajem i zagranicą nie można ustalić rzeczywistej siły deprecjacji lub aprecjacji pieniądza. Ponieważ przyszła zmiana kursów kasowych nie jest dostatecznie skorelowana ze zmianą stóp procentowych, w rzeczywistości „wystawia" realizowane operacje gospodarcze z zagranicą na nieantycypowane ryzyko dewizowe. Nie ma bowiem pewności, że po zmianie relacji stóp procentowych realny

kurs walutowy (poziom aprecjacji/deprecjacji) zostanie utrzymany. Brak pewności co do stabilności realnego kursu stwarza największe zagrożenie dla możliwości osiągnięcia założonych przepływów finansowych z podejmowanych transakcji zagranicznych w horyzoncie prognozy.

Nie wdając się w dalsze zawiłe rozważania na temat stopnia nieefektywności rynków walutowych, można zatem stwierdzić, że poziom ryzyka jest niewątpliwie związany z działalnością na rynkach zagranicznych, aczkolwiek może zmieniać się w czasie. Dlatego już ten fakt może być powodem, dla którego zarządzanie ryzykiem dewizowym musi stanowić ważny element procesu zarządzania finansowego w przedsiębiorstwie.

2. Ryzyko dewizowe jako przedmiot zarządzania finansowego

Z dotychczasowych rozważań na temat efektywności rynków walutowych dość jednoznacznie wynika, że ryzyko dewizowe może być istotnym problemem dla zarządzania finansowego, zwłaszcza w przedsiębiorstwach dynamicznie powiększających swoje operacje gospodarcze z zagranicą. Nieprzewidywane wcześniej zmiany kursu walut (odchylenia od oczekiwanego trendu zmiany danego kursu walutowego) mogą korygować zarówno księgową wartość dewizowych składników majątkowych (pozycję majątkową netto), jak i dotychczasowe wyniki finansowe już zaksięgowanych, ale jeszcze nie rozliczonych bieżących transakcji zagranicznych. W dodatku pod zankiem zapytania mogą także stanąć precyzyjne szacunki wartości przyszłych strumieni pieniężnych w związku z zakontraktowaniem wolumenu obrotów zagranicznych na długą metę (ryzyko spadku rynkowej wartości przedsiębiorstwa).

Wobec obiektywnej „nieuchronności" wystawienia się przedsiębiorstwa na nieantycypowane fluktuacje wartości walut zagranicznych (*foreign exchange exposure*) występuje konieczność stworzenia takiego systemu zarządzania ryzykiem dewizowym, który mógłby redukować niepewność co do przyszłej sytuacji majątkowej lub oczekiwanych przypływów pieniężnych w rozsądnym horyzoncie czasu. Zaprojektowanie takiego modułu zarządzania przedsiębiorstwem, stanowiącego integralną część ogólnego systemu zarządzania finansowego, nie jest jednak prostym zadaniem. Moduł musi bowiem obejmować dość skomplikowany proces „obróbki" trudno dostępnej informacji ekonomicznej, na podstawie której można byłoby:

– określić naturę (rodzaj) ryzyka dewizowego i jego skwantyfikowane oddziaływanie na sytuację majątkową i finansową przedsiębiorstwa,

– uzyskać wiarygodne prognozy zmian kursów walut zagranicznych (kierunek i zakres nieantycypowanych odchyleń od ogólnie przyjętej linii trendu),

– dokonać wyboru adekwatnej strategii osłonowej w odpowiedzi na potencjalne zagrożenia pozycji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa.

Dla identyfikacji i pomiaru ryzyka dewizowego kluczowe znaczenie ma możliwość i umiejętność systematycznego monitorowania zmian wartości dewizowych składników pozycji majątkowej i finansowej w przedsiębiorstwie. W standardowym podejściu księgowym pomiar ryzyka kursowego (dewizowego) może polegać na badaniu wielkości różnic pomiędzy wartością początkową składników dewizowych bilansu i rachunku wyników, a ich wartością końcową w kolejnych okresach horyzontu sprawozdawczego (np. dla okresów miesięcznych, kwartalnych lub nawet półrocznych). Z reguły przedsiębiorstwa mają tutaj do czynienia z tzw. ryzykiem konwersji (przeliczenia), ponieważ zaksięgowane pozycje bilansu, rachunku przychodów i kosztów w rezultacie zrealizowanych operacji zagranicznych wywierają największy wpływ na wyniki przedsiębiorstwa, a ponadto znajdują odzwierciedlenie w sprawozdaniach finansowych dla celów podatków na koniec okresu sprawozdawczego. Należy jednak zauważyć, że przedsiębiorstwo będzie ponosić również ryzyko transakcyjne wynikające z już zakontraktowanych transakcji zagranicznych, które nie zostały jeszcze zarejestrowane w księgach handlowych, ponieważ trwają dopiero przygotowania do ich realizacji. Chociaż tego rodzaju ryzyko transakcyjne nie ma bezpośredniego wpływu na rejestrowane w strukturach księgowych przychody oraz koszty produkcji i sprzedaży, to jednak stanowi realne źródło zagrożenia potencjalnych zysków przedsiębiorstwa. Jest to w istocie ryzyko finansowe tych niepewnych, przyszłych transakcji i dlatego powinno być uwzględnione w systemie ogólnego monitorowania ryzyka dewizowego przedsiębiorstwa. Od strony kalkulacji finansowej pomiar ryzyka dewizowego polega na ustaleniu tzw. kosztu pozycji dewizowej w rezultacie zaksięgowania, a następnie przeliczania nadwyżki aktywów/zobowiązań dewizowych w danym okresie sprawozdawczym[4].

---

[4] Formułę i zasady rachunku kosztu pozycji otwartej w walutach zagranicznych przedstawia **E. Najlepszy**, Zarządzanie ryzykiem kursowym w warunkach transformacji rynku dewizowego w Polsce, w: Polska w gospodarce światowej, pod red. **A. B. Kisiel-Łowczyc**, Instytut Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 1995, s. 170-184.

Niewątpliwie podstawowym warunkiem skutecznego zarządzania ryzykiem dewizowym jest zdolność prognozowania zmian kursów walut zagranicznych na przestrzeni wybranych odcinków horyzontu czasu. Prognozowanie w tej dziedzinie jest niejednokrotnie skomplikowanym i hazardowym zajęciem, gdyż bierze się pod uwagę równoczesne funkcjonowanie w świecie wielu różnych systemów walutowych, począwszy od systemu kursów stałych (*fixed exchange rate*), poprzez różne odmiany systemu kursów kroczących (*pegged floats*) do systemu kursów płynnych (*floating rates*). W przypadku funkcjonowania rynku efektywnego, rynku walutowego i kursu płynnego, ortodoksyjne teorie kursów walutowych zdecydowanie odrzucają potrzebę konstruowania prognoz walutowych. Twierdzą one bowiem, że dostarczane przez rynek kursy terminowe walut są najlepszą prognozą przyszłych kursów kasowych, podobnie jak różnice w stopach procentowych na rynkach pieniężnych. Te ostatnie bowiem odzwierciedlają racjonalne oczekiwania dotyczące zmiany przyszłych kursów kasowych (*future spot*). Dlatego konstruowanie prognoz walutowych w takich „efektywnych" walutach jest co najwyżej sztuką „odgadywania przyszłego trendu kursów", a ich trafność może być wynikiem szczęśliwego zbiegu okoliczności i niewiele ma wspólnego z metodami naukowymi.

W systemach mniej lub bardziej administrowanych (*managed* lub *fixed exchange rates*), argumentacja negująca sens prognozowania kursów walut nie jest już taką oczywistością. Ze względu na zakres, charakter i kierunki przyszłych interwencji rządowych na rynkach walutowych, zmiany kursów mogą nawet dość znacznie odchylać się od kursów walutowych dążących do równowagi na warunkach parytetowych. Dlatego w tych warunkach możliwy jest sukces prognostyczny, polegający głównie na zdolności do prawidłowego rozpoznania przyszłego kierunku i zakresu interwencji rządowej na rynku walutowym. Największe szanse na opracowanie „trafnej" prognozy walutowej mogą jednak mieć te podmioty gospodarcze, które zapewnią sobie – nawet na krótko – wcześniejszy dostęp do istotnych, poufnych informacji na temat celów i sposobów dokonania przyszłej akcji interwencyjnej rządu w obszarze rynku walutowego. Skuteczność podejmowanych wysiłków prognostycznych uzależniona jest zatem od „jakości" pozyskanych informacji oraz od właściwej ich interpretacji w możliwie najkrótszym czasie. Procedury prognostyczne mogą opierać się zarówno na wykorzystaniu metody analizy fundamentalnej, jak też analizy technicznej.

Kwestia ustalenia metod prognozowania wykracza jednak poza główną linię rozważań niniejszego opracowania. Można natomiast stwierdzić, że przedsiębiorstwo ze względu na ograniczone możliwości badawcze będzie w stanie co najwyżej dokonywać prognoz wybranych walut, przy wykorzystaniu metod analizy technicznej (diagnozy, modele ekstrapolacji tren-

dów itp.). Chodzi przede wszystkim o możliwość prognozowania odchyleń od ogólnego trendu oraz ewentualne szacowanie ich wartości w stosunku do istniejących notowań kursów terminowych. Dlatego główny wysiłek analityków przedsiębiorstwa musi zmierzać do strategicznego celu – prawidłowej identyfikacji kierunku odchyleń od generalnej linii trendu zmiany kursu walutowego.

Opracowywanie prognoz bynajmniej nie ogranicza skali ryzyka dewizowego, pozwalając jedynie na identyfikowanie prawdopodobnego niedowartościowania lub przewartościowania w przyszłości podstawowych walut w stosunku do trendu ujawniającego się w zmianach kursów terminowych. W tym sensie prognozowanie kursów walut w przedsiębiorstwie może przyczynić się do zracjonalizowania i wzmocnienia procesu decyzyjnego.

Z chwilą ustalenia skali i kierunku fluktuacji danych walut zagranicznych w relacji do wyznaczonego kursami terminowymi trendu oszacowania przyszłych kursów wymiany dla wybranych okresów horyzontu prognozy (np. kursów miesięcznych, kwartalnych czy półrocznych), przedsiębiorstwo może przystąpić do ilościowego pomiaru ryzyka transakcyjnego w kategoriach nieantycypowanych strat i zysków księgowych (zmiany kursów pozycji dewizowej). Od tego, jak duży może być dochód lub strata w rezultacie nieantycypowanych zmian kursów walut, zależeć będzie wybór adekwatnej strategii kontroli ryzyka dewizowego. Można to sprowadzić do obrania albo strategii pasywnej, bazującej na „nierobieniu niczego" wbrew siłom rynkowym, albo strategii aktywnej, u podstaw której leży wiara w możliwość odgadnięcia przyszłego rozstrzygnięcia rynku walutowego. Strategia aktywna zakłada konieczność podjęcia działań wyprzedzających w celu zminimalizowania własnych strat lub zmaksymalizowania własnych korzyści z przyszłych transakcji zagranicznych.

Przewaga strategii pasywnej ujawnia się przede wszystkim w tych przedsiębiorstwach, które dochodzą do wniosku, że ich operacje zagraniczne będą prowadzone na efektywnym rynku walutowym, gdzie relacje parytetowe są skutecznie utrzymywane. Ponieważ na efektywnym rynku walutowym wartość przyszłych zysków i strat kursowych jest bliska lub równa zeru, jakakolwiek akcja (np. osłonowa poprzez wykorzystanie kontraktów terminowych lub operacji hedgingowych rynku finansowego) byłaby zwykłym marnotrawieniem czasu i środków pieniężnych (koszty transakcji osłonowych). Tym samym efektywność rynku walutowego podważa sens przeprowadzania analiz technicznych, ponieważ rynkowy proces generujący kursy walutowe z założenia eliminuje ryzyko dewizowe. Działając jednakże na rynkach „quasi"-efektywnych lub w niewielkim stopniu efektywnych, przedsiębiorstwo zmuszone jest do odejścia od strategii pasywnej ze względu na rosnące ryzyko

dewizowe i zagrożenie wyników finansowych związane z nieoczekiwanymi zmianami kursów walut. Zakres i działalność strategii aktywnej będzie zatem uzależniony od indywidualnych preferencji (awersji do ryzyka) i własnego przekonania o możliwości skutecznego kontrolowania różnych form ryzyka dewizowego.

W najbardziej aktywnym podejściu przedsiębiorstwo mogłoby wykorzystać swoje unikatowe możliwości skutecznego prognozowania kursu walut i świadomie „wystawić" swoje operacje handlowe na ryzyko dewizowe, licząc na osiągnięcie dodatkowych zysków (z tytułu dodatnich różnic kursowych). Ponieważ zachowanie takie nosi cechy spekulacji, uzyskiwanie zysków kursowych nie może być zjawiskiem trwałym. Należy bowiem liczyć się z szybką reakcją innych uczestników rynku, którzy będą chcieli wykorzystać również taką sytuację. Na ogół jednak wybór aktywnej strategii wiąże się z potrzebą osłony przyszłych, niepewnych transakcji zagranicznych podejmowanych przez przedsiębiorstwa w dłuższym okresie. Otwiera ona drogę do zastosowania odpowiednich technik i instrumentów neutralizujących „chwiejność" zysków przez ograniczenie dopuszczalnego poziomu ryzyka dewizowego.

Duży wpływ na wybór strategii aktywnej zarządzania ryzykiem dewizowym może mieć występowanie tzw. asymetrii podatkowej. W tym przypadku stopień efektywności rynku walutowego nie odgrywa większej roli. Chodzi bowiem o to, że w jurysdykcji podatkowej różnych krajów często dość odmiennie traktuje się wyniki różnic kursowych przy spłacie kredytów, w porównaniu do kosztów i dochodów z tytułu użycia różnych instrumentów osłonowych. W konsekwencji koszty finansowe tych instrumentów mogą być zróżnicowane w zależności od obowiązującego w danym kraju prawa podatkowego. Okoliczności te są skrzętnie wykorzystywane, głównie przez przedsiębiorstwa międzynarodowe przy projektowaniu najbardziej efektywnych metod i technik osłony przepływów pieniężnych przed nieantycypowaną fluktuacją kursów walut.

Jeszcze inną formą podejścia aktywnego w stosunku do problemu nieantycypowanego ryzyka dewizowego jest rozwijanie w dłuższym okresie strategii dywersyfikacyjnych we wszystkich podstawowych obszarach działalności przedsiębiorstwa. Mogą one obejmować inicjatywy marketingowe, umacniające przewagę konkurencyjną na rynkach zagranicznych, dyslokacje produkcji i przestawienia kierunków zaopatrzenia, czy też zdywersyfikowanie źródeł finansowania.

Reasumując można przyjąć, że podstawowe cele zarządzania ryzykiem dewizowym powinny skupiać się na możliwości minimalizacji wpływu nieantycypowanych zmian kursów walutowych na wartość krajową strumieni pieniężnych i funduszy majątkowych. Ponieważ celem nadrzędnym zarządzania finansowego jest maksymalizacja wartości przepływów pieniężnych,

a więc rynkowej wartości przedsiębiorstwa, nie każda minimalizacja zagrożenia ryzykiem dewizowym może być celowa lub pożądana. Chodzi w szczególności o takie akcje osłonowe, których zasięg w przedsiębiorstwie nie byłby związany bezpośrednio z dopuszczalnym poziomem podejmowanego ryzyka dewizowego. Działalność osłonowa mogłaby wówczas prowadzić do pogorszenia oczekiwanego wyniku finansowego lub pozycji majątkowej przedsiębiorstwa.

3. Strategie osłony transakcji finansowych z zagranicą

Analiza doświadczeń międzynarodowych korporacji działających od wielu lat na rynkach lokalnych i regionalnych w różnych częściach świata ujawnia następujące, typowe zachowania strategiczne menedżerów finansowych w odpowiedzi na nieantycypowane zmiany kursów walut zagranicznych:

– utrzymuj posiadane fundusze dewizowe raczej w walutach zwiększających swoją wartość (aprecjujących) aniżeli w walutach zmniejszających swoją wartość (deprecjujących),

– powiększaj udział funduszy dewizowych w walutach silnych (aprecjujących), a zmniejszaj stan zobowiązań w tych walutach.

Na rysunku 1 przedstawiono zakres krajowych i zagranicznych transakcji finansowych dostępnych dla niemieckiego przedsiębiorstwa macierzystego, które założyło swoje filie zagraniczne w Czechach, na Litwie i w Polsce. Wyróżnione zostały trzy podstawowe rodzaje przepływów finansowych i transakcji realizowanych przez niemieckie przedsiębiorstwo międzynarodowe, a mianowicie:

a) przepływy wewnętrzne ściśle w ramach przedsiębiorstwa międzynarodowego,

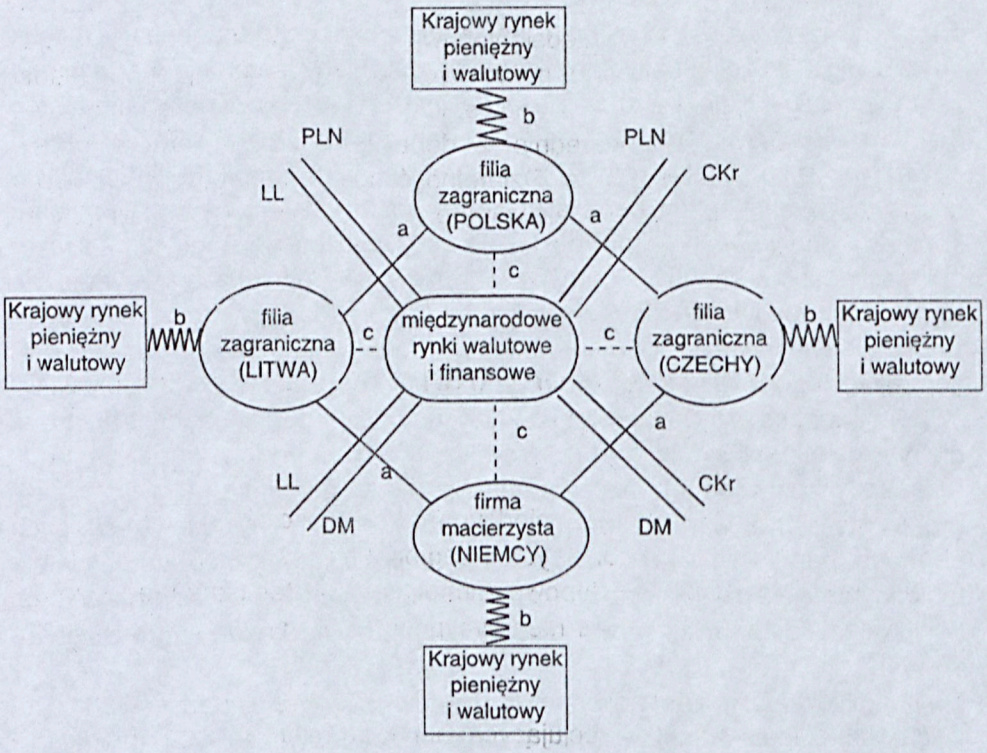
b) transakcje finansowe na krajowych rynkach pieniężnych,

c) transakcje na zagranicznych rynkach finansowych i walutowych (*off-shore markets*).

W powyższej sytuacji (rys. 1) przedsiębiorstwo międzynarodowe może stanąć w obliczu wyboru czterech alternatyw osłonowych strategii.

Po pierwsze, może zdecydować się na wewnętrzny transfer funduszy dewizowych pomiędzy wybranymi filiami zagranicznymi z pominięciem firmy macierzystej.

Po drugie, wszystkie istniejące filie zagraniczne mogą realizować własne transakcje na międzynarodowym rynku walutowym i finansowym (np. na



Rys. 1. Zagraniczne operacje finansowe w przedsiębiorstwie międzynarodowym
Źródło: Opracowanie własne

rynku eurowalutowym). W grę mogą wchodzić transakcje walutowe na rynku terminowym, operacje na rynku pieniężnym, transakcje swapowe oraz cała gama transakcji na instrumentach pochodnych.

Po trzecie, filie zagraniczne mogą dokonywać niezbędnych operacji finansowych na lokalnych (krajowych) rynkach pieniężnych i walutowych. Mogą to być zarówno transakcje kredytowe/pożyczkowe zawierane z miejscowymi bankami komercyjnymi, przedsiębiorstwami lub typowe kontrakty kupna/sprzedaży waluty w dostawach terminowych.

Po czwarte, każda z filii zagranicznych może ponadto mieć pośrednio dostęp do innych rynków krajowych, przez inną filię zagraniczną działającą na danym rynku lokalnym. Fundusze pożyczone przez jedną filię zagraniczną na krajowym rynku pieniężnym w lokalnej walucie bowiem mogą być przetransferowane wewnętrznym kanałem finansowym przedsiębiorstwa międzynarodowego do drugiej filii zagranicznej.

W konsekwencji przedsiębiorstwo międzynarodowe, znajdując szybki i wszechstronny dostęp do wielu zagranicznych źródeł finansowania, ma

dużo większą możliwość osłony własnych transakcji i kompensacji ryzyka dewizowego aniżeli każdy inny podmiot operujący samotnie na rynkach zagranicznych[5]. Należy jednakże zaznaczyć, że nie wszędzie i stale dostęp do tak wielu zewnętrznych źródeł finansowych będzie możliwy. Najpoważniejszą przeszkodę w „przepompowywaniu" środków finansowych stanowią bowiem restrykcje polityczne w postaci ustanowionego poziomu kontroli rządowej w dostępie do lokalnego rynku pieniężnego, a w szczególności lokalne regulacje prawne ograniczające (limitujące) wewnętrzne transfery finansowe filii zagranicznych na terenie danego kraju. Wyjątkiem w tej mierze jest rynek eurowalutowy, który praktycznie działa poza zasięgiem kontroli jakiegokolwiek rządu krajowego.

W transakcjach bieżących istotne znaczenie dla sposobu zarządzania ryzykiem kursowym w przedsiębiorstwie międzynarodowym mają metody i sposoby rozliczeń płatności pomiędzy kontrahentami krajowymi i zagranicznymi oraz warunki i terminy rozliczeń dewizowych we wzajemnych obrotach handlowych. W związku z tym filia zagraniczna, której waluta funkcjonalna ulega aprecjacji, może być zmuszona do przyjęcia niezwłocznej strategii osłonowej, prowadzącej do następujących przepływów finansowych:

– powiększania stanu gotówki, krótkookresowych papierów wartościowych, należności handlowych i zapasów (zakup walutowych kontraktów terminowych),

– zmniejszania krótkoterminowych zobowiązań handlowych, kredytów handlowych (sprzedaż walutowych kontraktów terminowych),

– przesuwania się w kierunku bardziej dodatniej (długiej) lub mniej ujemnej (krótkiej) otwartej pozycji dewizowej.

Z kolei w przypadku waluty podlegającej deprecjacji kierunki strategii osłonowej i przepływów finansowych musiałyby być realizowane w odwrotny sposób.

Tabela 1 demonstruje, jak mogłyby wyglądać kierunki strategii osłonowej dla niemieckiej filii zagranicznej w Polsce, gdyby wartość złotego w stosunku do marki niemieckiej zaczęła wzrastać, co mogłoby odzwierciedlać notowania kursu terminowego na krajowym (lub międzynarodowym) rynku walutowym.

Z dotychczasowych badań empirycznych prowadzonych w Stanach Zjednoczonych i w Europie Zachodniej wynika, że menedżerowie w przedsię-

---

[5] Bliżej na temat sposobów transferowania funduszy z filii zagranicznych do firmy macierzystej i vice versa, zob. **E. Najlepszy**, Międzynarodowe finanse przedsiębiorstw, BAFINA, Poznań 1993, s. 213-230.

Tabela 1

Aktywna strategia osłonowa dla filii zagranicznej oczekującej aprecjacji waluty lokalnej

(kurs kasowy PLN 1,73/DM, kurs terminowy 90-dniowy PLN 1,65)

Strategia	Powiększaj aktywa bieżące w walucie lokalnej (PLN) Zmniejszaj aktywa bieżące w walucie zagranicznej (DM)	Obniżaj zobowiązania bieżące w walucie lokalnej (PLN) Powiększaj zobowiązania bieżące w walucie zagranicznej (DM)
Techniki zewnętrzne	Kupuj kontrakty terminowe na dostawę waluty lokalnej(PLN) Powiększaj stan gotówki i krótkookresowych papierów wartościowych w walucie lokalnej PLN Oferuj korzystniejsze warunki sprzedaży kredytowej w walucie lokalnej (PLN) Kredytuj sprzedaż fakturowaną w walucie słabszej (DM) na niekorzystnych warunkach Fakturuj dostawy eksportowe w walucie lokalnej /aprecjującej w stosunku do waluty zagranicznej	Spłacaj wcześniej zaciągnięte kredyty i pożyczki w walucie lokalnej (PLN) Przyspiesz płatności bieżących zobowiązań w walucie lokalnej (PLN) Fakturuj dostawy importowe w walucie zagranicznej (DM) Rezygnuj z zakupów towarów importowych nabywanych w walucie lokalnej (PLN)
Techniki wewnętrzne (manewrowanie terminami płatności)	Przyspieszaj spłaty należności od firmy macierzystej oraz innych filii zagranicznych	Opóźniaj płatności dywidend i opłat menedżerskich do firmy macierzystej Opóźniaj płatności z tytułu zobowiązań bieżących wobec innych filii zagranicznych

Źródło: Opracowanie własne.

biorstwach międzynarodowych zazwyczaj są bardziej konserwatywni i mniej ambitni niż ich partnerzy z sektora finansowego. Często podejmują aktywną strategię osłony dopiero wówczas, gdy oczekują, że zmiany kursów na rynkach walutowych mogą przynieść znaczące straty finansowe. W mniejszym stopniu natomiast są zainteresowani stosowaniem instrumentów osłonowych dla osiągania zysków finansowych na skutek korzystnych różnic kursowych. Postawa taka wyraża swego rodzaju awersję do ryzyka dewizowego przy równoczesnej asymetrii zachowań osłonowych.

4. Techniki zarządzania ryzykiem dewizowym

Praktyka przedsiębiorstw międzynarodowych wykształciła już spory wachlarz rozmaitych technik osłonowych, zabezpieczających transakcje zagraniczne przed nieantycypowanym wpływem ryzyka dewizowego, które w większości opierają się na aktywnej strategii osłonowej. Ogólnie biorąc, na poziomie przedsiębiorstwa wyróżnia się wewnętrzne techniki osłonowe i zewnętrzne techniki osłonowe. Techniki wewnętrzne używane są głównie do neutralizacji ryzyka dewizowego, ale mogą również kreować zyski finansowe. Techniki zewnętrzne skupiają się na zabezpieczaniu się przed nieantycypowanymi stratami finasowymi na otwartych pozycjach dewizowych, ale mogą również posłużyć do arbitrażu i spekulacji na rynkach walutowych, a zatem do osiągania zysków nadzwyczajnych.

Możliwości wyboru i zastosowania każdej z tych technik osłonowych uzależnione są od wielu różnych czynników, takich jak: stopień zaangażowania się firmy w obroty zagraniczne, natura odchyleń kursów walut od relacji parytetu, efektywność rynku walutowego, poziom elastyczności prowadzonych operacji gospodarczych itp.

Zestawienie głównych technik osłonowych wraz z charakterystyką ograniczeń ich użycia przedstawia tabela 2.

Technika kompensacji ryzyka dewizowego najłatwiej może być wykorzystana w periodycznych rozliczeniach z tytułu wzajemnych obrotów pomiędzy firmą macierzystą a jej filiami zagranicznymi. Centrum rozliczeń dewizowych firmy macierzystej, wykorzystując technikę kompensacji, jednocześnie redukuje koszty transferowania wzajemnych rozliczeń i zobowiązań oraz przyspiesza wypłaty w walutach podlegających deprecjacji. Podstawową funkcją centrum rozliczającego wzajemne należności i zobowiązania w tych samych walutach w skali przedsiębiorstwa międzynarodowego jest wykazywanie ostatecznych sald walutowych na rachunkach rozliczeniowych i transferowanie nieskompensownych płatności w możliwie najkrótszym okresie. W takim przypadku jednakże do rozwiązania pozostaje problem wielkości i struktury transferów dewizowych, które w największym stopniu redukując otwarte pozycje walutowe w skali całego przedsiębiorstwa międzynarodowego, satysfakcjonowałyby jednocześnie finansowe potrzeby każdej z oddzielnych filii zagranicznych. Ponieważ może istnieć wiele kombinacji zrealizowania takich transferów, centrum rozliczeniowe musi kierować się możliwością obniżki kosztów transferowania środków pieniężnych oraz ograniczeniem liczby kombinacji walutowych. Możliwość stosowania techniki kompensaty płatności dewizowych, dla eliminowania ryzyka dewizowego w lokalnych filiach zagranicznych, często związana jest z posiadaniem odpowiednich zezwoleń dewizowych wymaganych przez rzą-

Tabela 2

Techniki zarządzania ryzykiem dewizowym w przedsiębiorstwie międzynarodowym

Wewnętrzne	Zewnętrzne
Kompensata ryzyka dewizowego	Kontrakty terminowe
Manewrowanie terminami płatności	Operacje rynku pieniężnego
Walutowe dopasowanie należności i zobowiązań bieżących	Faktoring Forfaiting
Wyrównywanie dewizowych pozycji bilansowych	Dyskontowanie
Polityka operacyjna	Gwarancje rządowe kredytów eksportowych
Ograniczenia	Ograniczenia
Brak filii zagranicznych	Brak wykształconych rynków kasowych i terminowych w niektórych walutach
Niski stopień centralizacji zarządzania przedsiębiorstwem macierzystym	Niedostępność lub ograniczony dostęp do lokalnych i zagranicznych rynków pieniężnych
Regulacje prawne ograniczające zakres stosowania cen transferowych, kompensaty ryzyka dewizowego i unikania podatków	Restrykcyjne zasady regulacji i kontroli funkcjonowania rynków walutowych – kasowych i terminowych
Nieprzychylne reakcje klientów i dostawców	
Niedostateczny stopień elastyczności polityki operacyjnej firmy	

Źródło: **J. Holland**, International Financial Management, Basil Blackwell, Oxford 1986, s. 80.

dowe administracje (licencji rozliczeniowych). W tym przypadku administracji lokalnej chodzi o wyeliminowanie niekorzystnego wpływu skutków kompensaty dewizowej na bilans płatniczy oraz rezerwy dewizowe kraju goszczącego.

Manewrowanie terminami płatności jest z kolei ściśle uzależnione od ustawowych terminów rozliczeń transakcji handlowych obowiązujących w poszczególnych krajach. W niektórych krajach europejskich jednakże rządy nie ingerują w sferę rozliczeń, pozostawiając ustalanie terminów płatności wzajemnych należności i zobowiązań normom (standardom) zwyczajowym[6].

---

[6] W polskim prawie dewizowym podmioty gospodarcze w obrocie gospodarczym z zagranicą nie mogą ustalać terminów wymagalności przysługujących im należności pieniężnych dłuższych niż trzy miesiące od dnia faktury sprzedaży (wywozu za granicę).

Technika manewrowania terminami płatności oznacza możliwości swobodnego przyspieszania lub opóźniania terminów realizacji wypłat w zależności od przewidywanych zmian kursu walutowego i na ogół jest wykorzystywana przez filie zagraniczne korporacji międzynarodowej lub przedsiębiorstwa w jakiś sposób od siebie uzależnione. W przypadku aprecjacji waluty lokalnej możliwość wcześniejszego rozliczenia długu (*leading*) denominowanego w tej walucie pozwala filii zagranicznej uniknąć wyższej płatności w okresie późniejszym. Podobnie wcześniejsze dokonanie zapłaty z tytułu zobowiązań handlowych w tej walucie pozwala filii zagranicznej uniknąć wyższej płatności w następnym okresie. Z kolei wydłużenie okresu rozliczania należności zwiększy kwotę wypłaty należności w walucie lokalnej. W łącznym efekcie, manewrowanie okresami płatności może istotnie zredukować ryzyko dewizowe prowadzonych operacji zagranicznych, bez konieczności poniesienia dodatkowych kosztów transakcyjnych.

Przeciwstawny kierunek akcji natomiast musi wybierać filia zagraniczna rozliczająca swoje operacje zagraniczne w walucie ulegającej deprecjacji. W tym przypadku powinna starać się wydłużać terminy płatności zobowiązań, przyspieszać terminy płatności należności itp. Jeszcze inne możliwości oferuje technika dopasowywania (*matching*) nadwyżki należności i zobowiązań denominowanych w jednakowej walucie oraz w tych samych terminach wymagalności (płatności). Aczkolwiek dobranie jednakowych lub zbliżonych pod względem wartości i okresu płatności transakcji eksportowych i importowych w tej samej walucie nie jest zadaniem łatwym, skutecznie eliminuje wpływ ryzyka kursowego. Tego rodzaju technikę osłonową stosują chętnie lokalne filie zagraniczne przedsiębiorstwa macierzystego w ramach planowania własnych obrotów kooperacyjnych. Niewątpliwie głównym ograniczeniem tej techniki jest brak możliwości „wygenerowania" wewnętrznych (lub zewnętrznych) wpływów i odpływów pieniężnych w tej samej walucie kontraktu.

Ponieważ o wyrównywaniu pozycji bilansowych (aktywów i pasywów dewizowych) pisaliśmy już wcześniej, przejdziemy od razu do analizy tzw. polityki operacyjnej, która obejmuje w szczególności podejmowanie decyzji dotyczących ustalania cen, źródeł zaopatrzenia i wolumenu dostaw rynkowych.

Decyzje te w istocie mogą w dużym stopniu przesądzić o skali wpływu ekonomicznego ryzyka dewizowego przez wzmocnienie lub osłabienie poziomu rynkowej konkurencyjności przedsiębiorstwa. Skuteczność polityki operacyjnej w zakresie ograniczania lub eliminowania skutków ekonomicznych ryzyka dewizowego będzie zależeć jednakże od odpowiedzi na następujące kwestie:

a) W jakim zakresie firma będzie w stanie prowadzić politykę elastycznych cen? Czy przez zmiany marży zysku firma może neutralizować efekt zmiany kursu walut?

b) W jakim stopniu firma może dywersyfikować rynki zaopatrzenia i zbytu? Czy i jak szybko firma będzie mogła przestawić kierunki zaopatrzenia i przesunąć się na inne rynki zbytu?

c) Czy możliwe jest wykorzystanie efektu skali produkcji, który mógłby skompensować zmianę marży zysku?

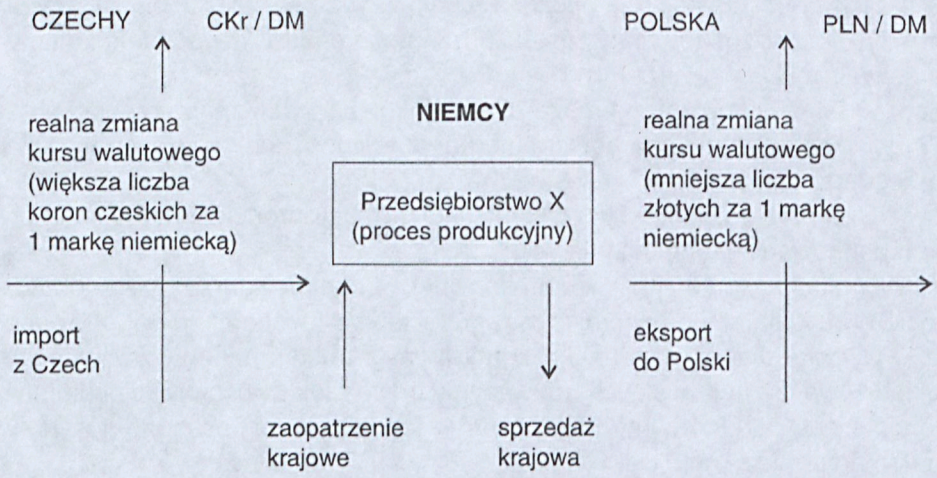
Dla zilustrowania polityki operacyjnej, podejmowanej przez przedsiębiorstwa działające na rynkach zagranicznych (eksportowo-importowych itp.), w celu przeciwdziałania negatywnym skutkom nieantycypowanych fluktuacji walut zagranicznych, rozważymy przypadek dwóch przedsiębiorstw niemieckich X i Y, które importują towary z jednego kraju i eksportują wyroby finalne do innego kraju.

W obu przypadkach firmy te oczekują zmiany realnego kursu walut zagranicznych, co oznacza, że zmiany nominalnych kursów walut nie zostaną skompensowane przez względne zmiany cen krajowych w relacji do cen zagranicznych. Parytet siły nabywczej nie będzie zatem mógł być utrzymany, a nowe kursy wymiany walut mogą przystosować się do ujawnionych różnic w stopie inflacji krajowej i zagranicznej jedynie w dłuższym okresie.

Załóżmy, że w pierwszym przypadku (rys. 2) firma X będzie mogła liczyć na korzystny kierunek zmiany realnego kursu walut zagranicznych zarówno w odniesieniu do kosztów produkcji, jak i produkcji zakontraktowanej na potrzeby eksportowe. Kurs korony czeskiej do marki niemieckiej będzie w kolejnych dwóch latach spadał (marka aprecjuje), natomiast kurs złotego w relacji do marki niemieckiej będzie w tym okresie ulegał stopniowemu wzmocnieniu. W związku z tym kurs CKr/PLN, jak oczekuje się, będzie podlegał deprecjacji w szybszym tempie, aniżeli kurs CKr/DM.

Konsekwencje tej sytuacji możemy obecnie prześledzić z punktu widzenia kosztów produkcji (źródeł zaopatrzenia) oraz dostaw eksportowych (poziomu cen i wolumenu sprzedaży) i oddzielnie z punktu widzenia decyzji produkcyjnych. Jeśli koszty materiałów importowanych określone w koronach czeskich pozostają stałe, to koszty produkcji firmy niemieckiej wyrażone w markach będą spadać. Firma X będzie zatem dążyć do zastępowania w procesie produkcji w maksymalnym stopniu materiałów produkowanych w Niemczech materiałami importowanymi z Czech. Może również starać się zmusić dostawców niemieckich do zastosowania korzystniejszych aniżeli dotychczasowe warunków sprzedaży przez większą obniżkę cen w markach.

Aprecjacja złotego w stosunku do marki niemieckiej oznacza z kolei, że eksport wyrobów gotowych (finalnych) do Polski będzie przynosił więcej



Rys. 2. Pozycja przedsiębiorstwa X na rynkach zagranicznych
Źródło: Opracowanie własne

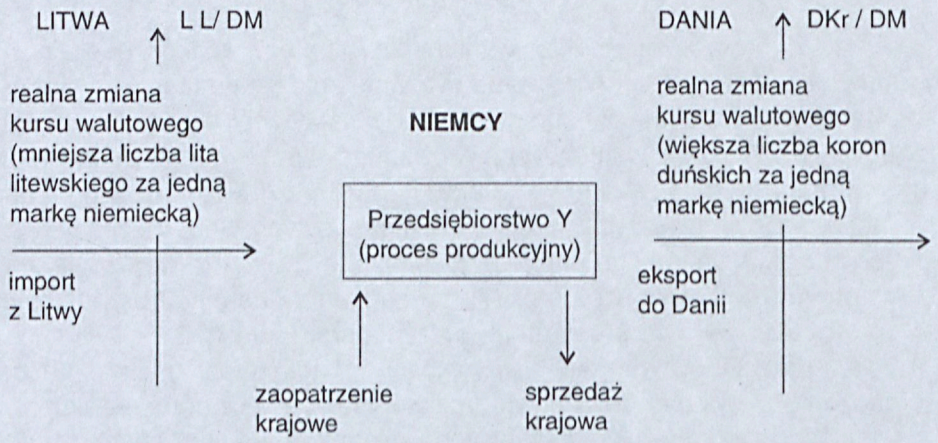
wpływów w markach niemieckich przy obecnych cenach eksportowych w złotych polskich. Firma niemiecka może wykorzystać swoją przewagę cenową na różne sposoby. Po pierwsze, może zdecydować się na utrzymanie dotychczasowego poziomu ceny w markach niemieckich, natomiast istotnie obniżyć cenę eksportową w złotych. Zwiększyć to może w znacznym stopniu popyt efektywny, jeżeli konkurenci na rynku polskim nie obniżą cen swoich towarów lub jeżeli popyt na te towary nie jest sztywny. Przez wzrost wolumenu sprzedaży eksportowej można więc osiągnąć pożądany wzrost dochodów eksportowych. Jeśli towar eksportowy jest niewrażliwy na zmianę cen, firma niemiecka może pozostawić cenę eksportu w złotych na poprzednim (nie zmienionym) poziomie i czerpać korzyści jedynie z rewaluacji polskiego złotego.

Z kolei firmy polskie eksportujące do Niemiec muszą zaakceptować wzrost cen własnych wyrobów w markach i pogarszanie się ekonomicznych warunków kontraktowania na rynek niemiecki. Dlatego firma niemiecka X prawdopodobnie będzie mogła podnieść własne ceny w markach niemieckich, aby zbliżyć je do cen wyrobów importowanych z Polski. Może także nieco je obniżyć, mając nadzieję na zwiększenie sprzedaży i dochodów krajowych. Oczywiście wszystkie takie posunięcia będą możliwe w warunkach wysokiej elastyczności cenowej popytu i przy braku zdecydowanej reakcji innych konkurentów na rynku krajowym.

Podjęcie decyzji o wzroście produkcji dotychczasowych wyrobów może zaowocować nie tylko obniżeniem jednostkowych kosztów produkcji, ale także

ewentualnym wzrostem cen materiałów zaopatrzeniowych, co stwarza jednak możliwość dalszej ekspansji sprzedaży firmie X zarówno na rynku krajowym (niemieckim), jak też na rynku zagranicznym (polskim).

Z kolei przedsiębiorstwo Y stoi w obliczu odwrotnego kierunku zmiany realnych kosztów walut zagranicznych, który dotyka zarówno jego proces wytwórczy (sferę zaopatrzenia), jak też dystrybucyjny (sferę sprzedaży). Eksportuje bowiem towary do Danii, gdzie oczekuje się, że wartość korony w stosunku do marki niemieckiej będzie spadać w ciągu następnych dwóch lat. Materiały do produkcji natomiast importuje z Litwy, gdzie wartość lita będzie rosła także w następnych latach. W rezultacie koszty materiałów importowanych w przeliczeniu na marki będą sukcesywnie wzrastać, co będzie zachęcało firmę Y raczej do substytucji importu dostawami krajowymi. Ograniczając dostawy materiałów importowanych, firma Y może ponadto żądać od dostawców niemieckich realnej obniżki cen tych materiałów w walucie krajowej. Eksport do Danii, realizowany w duńskiej koronie, z kolei musi przynosić mniejsze wpływy po ich przeliczeniu na marki niemieckie, jeżeli firma nie będzie mogła podnieść swoich cen eksportowych w koronach duńskich. Ta ostatnia możliwość będzie realna jedynie w przypadku dość wysokiej elastyczności popytu na towary eksportowe i stosunkowo słabej konkurencji na rynku duńskim.



Rys. 3. Pozycja przedsiębiorstwa Y na rynkach zagranicznych
Źródło: Opracowanie własne

W tej sytuacji duńskie firmy będą miały znaczną przewagę cenową nad firmą niemiecką, jeśli zdecydują się na eksport swych towarów na rynek niemiecki. Konkurencja tych firm na rynku niemieckim mogłaby doprowadzić nawet do znacznej redukcji cen sprzedaży zarówno firm duńskich, jak i niemieckich, co ostatecznie musiałoby doprowadzić do trudnej sytuacji

finansowej przedsiębiorstwa Y (niemożność skompensowania obniżki cen tańszymi dostawami materiałów). Niewykluczone, że jedynie wówczas zaistnieje konieczność zamknięcia produkcji na terenie Niemiec i jej lokalizacji w kraju, gdzie koszty produkcji materiałów oraz koszty siły roboczej stwarzają gwarancje podniesienia rentowności produkcji i wolumenu rynkowej sprzedaży na rynku lokalnym i na rynkach zagranicznych. Szanse realizacji dywersyfikacji struktury geograficznej zaopatrzenia materiałowego mają jednak w największym stopniu przedsiębiorstwa międzynarodowe, które prowadzą działalność globalną. Mają one w szczególności już rozbudowaną sieć zaopatrzeniową,kooperacyjną i dystrybucyjną w wielu krajach. Dysponują przy tym znacznymi zasobami kapitałowymi, dzięki którym mogą lokalizować swoje nowe oddziały i filie na terenie wybranych krajów. To z ich pomocą mogą łatwo dokonywać przestawienia kierunków zaopatrzenia materiałowego i dyslokacji zakładów produkcji wyrobów finalnych. Szybko bowiem są w stanie zwiększyć dostawy zaopatrzeniowe z krajów, których waluty ulegają wyraźnej deprecjacji, przy koncentracji centrów produkcyjnych w krajach, których waluty podlegają stopniowej aprecjacji.

Uwagi końcowe

Z powyższej analizy wynika, że hipoteza efektywnego rynku walutowego jest systematycznie podważana przez stochastyczny proces spontanicznych fluktuacji kursów walut i aktywne formy interwencji rządowej na rynkach walutowych. W rezultacie uczestnicy rynków walutowych mogą mieć poważne wątpliwości co do możliwości utrzymania się realnej wartości przyszłych przepływów finansowych wobec częstych odchyleń kursów wymiany od parytetu. Oznacza to, że ryzyko dewizowe staje się istotnym problemem dla procesu zarządzania finansami przedsiębiorstwa, a zatem trwałym elementem jego strategii finansowej.

Z tych względów starano się wniknąć w istotę mechanizmu procesu zarządzania ryzykiem dewizowym, uzasadniając jego potrzebę kontrolą „chwiejności" przepływów finansowych wskutek nieantycypowanych fluktuacji walutowych. Dokonano ogólnego przeglądu najważniejszych strategii osłonowych, używanych w celu neutralizowania wpływu ryzyka dewizowego na wyniki finansowe przedsiębiorstwa. Sporo miejsca poświęcono zagadnieniu tzw. polityki operacyjnej, obejmującej podstawowe inicjatywy marketingowe i produkcyjne. Za politykę operacyjną jednakże bezpośrednią odpowiedzialność ponoszą nie dyrektorzy finansowi, ale przede wszystkim kierownicy działów produkcji, zaopatrzenia i marketingu przedsiębiorstwa.

Niedostatki polityki operacyjnej przedsiębiorstwa mogą być częściowo skompensowane przez niezależne od decyzji produkcyjnych i handlowych strategie finansowe. Chodzi przede wszystkim o różnicowanie źródeł finansowania transakcji zagranicznych w taki sposób, aby dało się zmniejszyć lub nawet wyrównać ewentualne straty w przepływach operacyjnych na skutek niekorzystnych zmian kursu walut zagranicznych.

CURRENCY RISK IN THE STRATEGY OF FINANCIAL MANAGEMENT OF AN ENTERPRISE

Summary

The paper characterises first of all the extent and complexity of foreign exchange rate risk management. Moreover, it describes different properties of currency markets on which firms and investors can operate. Managers must be able to recognize threats appearing on these markets and determine whether and what kind of buffering strategies can neutralize currency risk as regards foreign operations. In practice, a feasible choice will most frequently be a certain combination of various strategies and buffering techniques which will suit individual needs to protect the planned financial flows in each of the economic entities carrying out transactions with foreign countries.