Przemysław FRANCUZ
Eugeniusz NAJLEPSZY

WPŁYW RYNKU WALUTOWEGO NA DECYZJE WYBORU WALUTY FINANSOWANIA FIRMY

Uwagi wprowadzające

Niewątpliwie jedną z kluczowych decyzji w zarządzaniu finansami zagranicznymi jest rozstrzygnięcie wyboru waluty, w której ostatecznie zostaną wyrażone (zdenominowane) główne składniki aktywów/pasywów pieniężnych przedsiębiorstwa. Podejmując decyzje o finansowaniu, menedżerowie firmy muszą bowiem zadecydować, czy zakupić/sprzedać nowy dług i spłacić pożyczki bankowe denominowane w walucie krajowej, czy też w walucie zagranicznej. Przez walutę krajową (lub lokalną) będziemy tutaj rozumieć walutę, w której firma sporządza obowiązujące sprawozdania finansowe zarówno dla swych akcjonariuszy, jak też dla celów podatkowych[1]. Decyzja o denominacji waluty długu i pożyczek bankowych musi wpływać zarówno na poziom, jak i fluktuacje przychodów całkowitych firmy, ponieważ kształtuje płatności zobowiązań bieżących i pożyczek oraz ewentualne straty i zyski kursowe.

Główne elementy kształtujące decyzje związane z wyborem waluty finansowania aktywów przedsiębiorstwa można podzielić na dwie grupy. Pierwsza z nich obejmuje podstawowy zestaw warunków rynkowych, na które składają się oprocentowanie obligacji, pożyczek bankowych denominowanych w walutach lokalnych (krajowych), a także aktywów finansowych w walutach zagranicznych, wraz z antycypowanymi zmianami kursu walut zagranicznych w relacji do waluty krajowej. Do drugiej grupy należy zaliczyć natomiast czynniki specyficzne dla danego przedsiębiorstwa, charakteryzujące jego

---

[1] **A. C. Shapiro**, Multinational Financial Management, Allyn and Bacon, Forth edition, Boston-London-Sydney-Toronto 1992, s. 191-192.

indywidualny poziom ryzyka dewizowego, związanego z różnymi pozycjami rachunku wyników i bilansu oraz z ryzykiem poszczególnych walut czy też wreszcie ryzykiem portfelowym.

W poniższych rozważaniach poddajemy analizie jedynie pierwszą grupę elementów związanych z mechanizmem rynku walutowego i obiektywnie wpływających na decyzje w zakresie denominacji waluty wierzytelności/zobowiązań handlowych oraz długu bankowego. W związku z tym omówiono również niektóre kwestie związane z podstawowymi technikami osłonowymi (*hedging*), umożliwiającymi ewentualne zneutralizowanie ryzyka dewizowego powstającego w trakcie prowadzenia operacji zagranicznych przez przedsiębiorstwo. Od sposobu bowiem oddziaływania sił rynkowych na późniejsze, faktyczne zmiany kursu walut będą zależeć strategiczne decyzje finansowe firmy. Chodzi o odpowiedź, czy decyzje o denominacji waluty źródeł finansowania firmy powinny być wykorzystane w celu zneutralizowania lub wyeliminowania ryzyka dewizowego obciążającego jej wyniki finansowe. Wreszcie poprzez decyzje o denominacji waluty długu firmy i pożyczek bankowych, można – jeśli to realne – dążyć do systematycznego uzyskiwania zysków nadzwyczajnych. Jest to wszakże związane ze spekulacją i porzuceniem typowej dla menedżerów i inwestorów awersji do ryzyka dewizowego (tj. ryzyka nieantycypowanej i niekorzystnej zmiany rynkowego kursu waluty zagranicznej).

1. Zmiany denominacji waluty długu firmy a ryzyko dewizowe

Zmiany denominacji waluty należności/zobowiązań handlowych oraz długu bankowego mogą istotnie zredukować lub nawet całkowicie wyeliminować ryzyko dewizowe związane z prowadzeniem operacji zagranicznych. Alternatywą może być jednak denominowanie waluty należności/zobowiązań i długu bankowego, kóre wystawiając operacje zagraniczne firmy na jeszcze większe ryzyko dewizowe, przyczynia się do osiągania dodatkowych zysków z tytułu nieantycypowanych fluktuacji kursów walut. W dodatku wysiłki zarządu firmy związane z denominacją waluty należności/zobowiązań handlowych i pożyczek bankowych a podjęte dla obniżenia kosztów finansowych (odsetek) mogą odmienić charakter ryzyka dewizowego.

Niewątpliwie firma obciążona znacznym ryzykiem dewizowym pogłębi „wrażliwość" swych wyników finansowych, aktywów netto, a nawet swojej wyceny wartości rynkowej na nieantycypowane zmiany kursu walut zagranicznych. Ponieważ większość racjonalnych firm będzie zawsze

poszukiwać sposobu na ograniczenie „chwiejności" swych przepływów finansowych, menedżerowie firmy będą także skłonni przeciwstawić się ryzyku dewizowemu, jeśli tylko nie ulegną pogorszeniu inne warunki działania. Jednakże pozostałe warunki działania rzadko kiedy pozostają nie zmienione, zatem „ucieczka" przed ryzykiem dewizowym może przyczyniać się zarówno do powstawania zysków (korzyści), jak i ponoszenia kosztów (straty). Dlatego dla firmy dokonującej manewru denominacji swych należności/zobowiązań, długu bankowego w określonej walucie zagranicznej, istotne staje się porównanie efektywnych kosztów redukcji ryzyka dewizowego z realnymi korzyściami płynącymi z możliwości znacznego ograniczenia ryzyka dewizowego lub nawet jego całkowitego wyeliminowania z zagranicznej działalności operacyjnej.

Firma może próbować ograniczać swoje ryzyko dewizowe za pomocą całego wahlarza bardzo różnych, a obecnie już tradycyjnych technik osłonowych, takich jak kontrakty terminowe *forward*, *futures* i opcje walutowe, czy też operacje zmienne (*swap*). Może też korzystać z bardziej niewidocznych i subtelnych technik związanych głównie z tzw. polityką operacyjną przedsiębiorstwa (np. ustalanie cen w kontraktach zagranicznych, manewrowanie zapasami, wyrównywanie aktywów netto lub pozarynkowe transakcje zamienne – *quasi-swap*).

Rozważmy na przykład firmę, która pragnie osłonić swoją otwartą (długą) pozycję dewizową przez zakup trzymiesięcznego kontraktu walutowego (*forward*). Transakcja ta może zmniejszyć lub w pełni wyeliminować ryzyko dewizowe obciążające przepływy pieniężne. Kosztem zakupu trzymiesięcznego kontraktu walutowego jest w tym przypadku różnica pomiędzy kwotą waluty krajowej wynikającą z rozliczenia kontraktu walutowego w terminie jego wymagalności, a kwotą waluty krajowej wynikającą z rozliczenia w analogicznym terminie transakcji handlowej i natychmiastowej sprzedaży uzyskanej gotówki zagranicznej. „Koszt" ten może być dodatni lub ujemny i jest ściśle uzależniony od różnicy pomiędzy kursem wymiany w kontrakcie terminowym a kursem wymiany transakcji kasowych, który ustali się w terminie zapadalności (rozliczenia) kontraktu terminowego[2]. Jeśli terminowy kurs walutowy i kurs kasowy na dzień rozliczenia kontraktu terminowego nie różnią się istotnie pomiędzy sobą, to koszty operacji na rynku terminowym są bliskie zeru. W takiej sytuacji zmiana denominacji waluty należności zagranicznych nie „wystawia" dochodów eksportowych firmy na ryzyko dewizowe, które mogłoby przynieść nieantycypowane straty

---

[2] Por. **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, Uniwersytet Gdański, Sopot 1995, s. 173-176.

w rachunku wyników. I odwrotnie, firma nie może liczyć na ewentualne zyski, które mogłyby powstawać z tytułu nieosłonionej, otwartej pozycji dewizowej w związku z zawartymi kontraktami handlowymi z kontrahentami zagranicznymi.

Z bardzo podobną sytuacją mogą spotkać się firmy, usiłujące ograniczyć swoje ryzyko dewizowe za pomocą techniki *leads and lags* (manewrowania terminami płatności). W tym przypadku firma zaciąga pożyczkę w walucie zagranicznej, dokonuje jej konwersji na walutę krajową i uzyskanymi w ten sposób środkami pieniężnymi spłaca pożyczkę w walucie krajowej. Jeśli rosną płatności odsetkowe z tytułu pożyczki zaciągniętej na rynku lokalnym, to pomimo płatności odsetek w walucie zagranicznej, całkowite koszty finansowe obsługi długu bankowego firmy raczej będą wzrastać w całym okresie kredytowania. Dochodzi ponadto czynnik czasu, tj. daty waluty przyjmowanej do rozliczenia transakcji zagranicznej w terminach płatności zobowiązań bankowych. Firma pozyskując fundusze zagraniczne, wchodzi raczej w transakcje natychmiastowe (spot), a nie w transakcje terminowe z odroczoną płatnością na okres trzech lub więcej miesięcy. Koszty przeprowadzenia osłony w technice *leads and lags* wynikają zatem z różnicy pomiędzy płatnościami odsetkowymi w okresie kredytowania w walucie lokalnej a wielkością środków pieniężnych uzyskanych z funduszy dewizowych pożyczonych po konwersji według kursu kasowego pomniejszonych o środki pieniężne, jakie muszą być zakupione po kursie kasowym w celu spłaty funduszy dewizowych w terminie ich wymagalności. Wielkość ta może zostać oszacowana na podstawie różnicy stóp procentowych powstającej na dwóch pożyczkach i dyferencjału kursowego występującego pomiędzy dwoma walutami w tym samym okresie. Jeśli względna różnica w stopach procentowych obydwu pożyczek (agio/disagio procentowe) i osiągnięty poziom premii/dyskonta na obydwu walutach będą w niewielkim stopniu zróżnicowane (lub bliskie zeru), można uznać, że firma w rzeczywistości nie poniesie żadnych kosztów związanych z osłoną swoich przepływów finansowych (spłaty długów bankowych). Koszty osłony otwartej pozycji dewizowej powstają zatem praktycznie, gdy agio/disagio procentowe jest wyraźnie zróżnicowane w stosunku do procentowej zmiany kursu walut.

2. Prognozowanie walut a decyzje osłonowe (*hedging*)

Warto w tym miejscu zauważyć, że krótkookresowe ruchy kursu walut są bardzo chaotyczne i spontaniczne, potęgując ich chwiejność nawet w okresach dłuższych. Wskutek tego indywidualne kursy terminowe

(*forward*) są niewystarczającą podstawą do prognozy kursów kasowych w okresach zapadalności walutowych kontraktów terminowych. Dlatego kluczową kwestią jest pytanie, czy i na ile dla wielkiej liczby kontraktów terminowych zawieranych przez większość uczestników rynku walutowego, kursy terminowe mogą stanowić „nieobciążoną" prognozę przyszłej deprecjacji/aprecjacji waluty (przyszłego kursu kasowego). Jeśli uznać, że kurs terminowy wskazuje adekwatnie późniejsze, faktyczne zmiany kursu kasowego, to błędy prognozy walutowej dokonywanej równolegle z jednej strony dla waluty importera, a z drugiej strony – dla waluty eksportera, znoszą się wzajemnie lub różnią się co najwyżej o wielkość błędu statystycznego.

Alternatywą jest natomiast sytuacja, w której błąd prognozy kursowej po jednej stronie relacji dwóch walut (np. kurs a:b) jest znacznie większy aniżeli błąd prognozy kursowej po drugiej stronie relacji tej samej pary walut (kurs b:a). Będzie to wówczas oznaczać, że inwestorzy, eksporterzy lub spekulanci, oczekują na możliwość uzyskania zysków nadzwyczajnych, które stanowiłyby wynagrodzenie/premię za podjęte ryzyko na rynku walutowym.

Koncepcja szacowania kosztów zmniejszenia ryzyka dewizowego obciążającego działalność firmy znana jest w literaturze pod nazwą efektu międzynarodowego Fishera (*Fisher Open*). Charakteryzuje go relacja pomiędzy stopami procentowymi, występującymi na porównywalnych aktywach denominowanych w różnych walutach i wykorzystywanych w jednakowym okresie, oraz zachodzące w tym okresie zmiany kursu kasowego. W wersji alternatywnej, międzynarodowy efekt Fishera będzie wyrażać relacja zachodząca pomiędzy kursem terminowym a kursem kasowym, jaki w rzeczywistości będzie obowiązywać w dniu rozliczenia kontraktu terminowego. Występujące różnice pomiędzy obydwoma wersjami (ujęciami) mogą być traktowane jako premia za ryzyko dewizowe lub jako wielkość statystycznego błędu, lub wreszcie jako pewna kombinacja obydwu czynników. Błąd w prognozie kursu walutowego oznacza, że predykcja zmiany przyszłego kursu kasowego jest działalnością ryzykowną, gdyż kierunek ruchu kursów kasowych z okresu na okres jest procesem „błądzenia losowego" i nie da się go ustalić na podstawie przeszłych zmian tych kursów[3]. I chociaż inwestorzy mogą się starać jak najlepiej przewidywać rynkowy kurs waluty w następnym okresie, to z reguły są zaskakiwani zgoła nieantycypowanymi wydarzeniami, które wywierają decydujący wpływ na zmianę kursu walutowego. Wobec możliwości pojawienia się nawet znacznych odchyleń faktycznego poziomu kursów dewizowych od kursów prognozowanych na podstawie międzynarodowego efektu Fishera, każda firma (lub inwe-

[3] Por. **M. Sokalska**, Efektywne rynki walutowe, Ekonomista 1995, nr 3, s. 530.

stor utrzymujący otwartą pozycję dewizową) musi zatem liczyć się z prawdopodobieństwem wystąpienia nawet znacznych strat lub zysków kursowych.

Firmy i inwestorzy mogą być gotowi do podjęcia się osłony swych operacji zagranicznych przed ryzykiem dewizowym, jeżeli uwierzą, że wielkość potencjalnych strat kursowych wyraźnie przeważy wielkość potencjalnych zysków kursowych – nawet w przypadku, gdy prawdopodobieństwo ich wystąpienia jest identyczne. Jeśli natomiast oczekiwania firm (lub inwestorów), na podstawie posiadanego modelu kształtowania się przyszłych kursów, związane są z maksymalizacją zysków nadzwyczajnych z tytułu nieantycypowanych zmian wartości walut, to nie będą one zainteresowane potrzebą osłony żadnej ze swych transakcji dewizowych. Wystawiając się jednakże na jeszcze większe ryzyko dewizowe, w istocie samoubezpieczają się. Liczą bowiem na to, że zyski nadzwyczajne z tytułu trafnie wyprognozowanych kursów walut, dla zaplanowanych obrotów zagranicznych, z nadwyżką zrekompensują przypadkowe, międzyokresowe straty kursowe i podjęte ryzyko związane z ruchami kursów walut na rynku walutowym.

Powracając do kosztów użycia różnych technik osłony transakcji zagranicznych przed ryzykiem dewizowym, należy podkreślić, iż ich kalkulacja jest w praktyce możliwa dopiero po zakończeniu transakcji dewizowej, kiedy poznajemy faktyczny kurs kasowy. Jak szacują niektórzy autorzy, koszty użycia różnych instrumentów w zasadzie niewiele różnią się pomiędzy sobą, aczkolwiek nieznaczne między nimi różnice mogą odzwierciedlać określony, większy lub mniejszy popyt na wybrane instrumenty[4]. Na przykład w przypadku kontraktów terminowych (*forward*) i kontraktów futures, wahają się one w granicach poniżej 0,1 % w głównych walutach. Podobnie szacowane są koszty technik wewnętrznych typu *leading and lagging*, które kształtują się w przedziale 0,03 – 0,06 % w głównych walutach.

Uwagi końcowe

Rozważając problem denominacji waluty finansowania krótko- i średnioterminowego w różnych walutach, firmy i inwestorzy muszą wziąć pod uwagę ryzyko zmiany wartości tych walut w danym okresie. W szczególności muszą oni zadecydować, czy swoje należności i zobowiązania handlowe lub/i dług bankowy powinny denominować w walucie krajowej (lokalnej) czy też w walucie zagranicznej. Menedżerowie finansowi z kolei

---

[4] **Z. Aliber**, The Debt Denomination Decision, w: International Finance. Contemporary Issues, **K. Das**, London-New York 1993, s. 443-444.

muszą odpowiedzieć sobie na pytanie, czy przez zmianę denominacji waluty wierzytelności/zobowiązań handlowych oraz pożyczek bankowych powinni zwiększyć udział ryzyka dewizowego w prowadzonych operacjach dewizowych czy raczej ograniczyć wpływ tego ryzyka na wyniki finansowe ujawniane w rachunku strat i zysków. Stąd też muszą umieć „wycenić" (zmierzyć) komponenty ryzyka dewizowego związane z poszczególnymi składnikami przychodów i wydatków pieniężnych denominowanych w walutach zagranicznych. Wiąże się to jednak z możliwością przewidywania efektów oddziaływania sił rynkowych na rynku walutowym, które w krótkich okresach mogą nawet znacznie odchylać relacje kursów rynkowych walut zagranicznych od relacji parytetowych.

Analiza zachowania się firm i inwestorów na rynkach międzynarodowych wskazuje raczej na gotowość do podejmowania akcji osłonowej tylko w tych przypadkach, w których ewidentne straty kursowe mogą w istotny sposób pogorszyć bieżące wyniki finansowe i negatywnie odbić się na rynkowej wartości ich pozycji majątkowej (wartości rynkowej firmy).

INFLUENCE OF MONEY MARKET ON THE CHOICE OF CURRENCY TO FINANCE A FIRM

Summary

A key problem in selecting the currency of financing (debt) is determining whether liabilities and bank loans of a firm should be denominated in the domestic currency or in a foreign currency. In order to make a right decision, one should properly recognize the impact of market forces (interest rates, inflation rates, changes in exchange rates) which determine the changes in currency risk in foreign operations. Managers are generally inclined to take up buffer activities only as regards such foreign currency operations which could significantly influence the revenues and market value of the firm.

BIBLIOTEKA UEP GŁÓWNA