

**Eugeniusz Najlepszy, Paweł
Śliwiński, Konrad Sobański**

**Dylematy krajowych przedsiębiorstw
w zarządzaniu ryzykiem kursowym :
hedging czy spekulacja na rynku
walutowym**

Ekonomiczne Problemy Usług nr 34, 567-572

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

EUGENIUSZ NAJLEPSZY

PAWEŁ ŚLIWIŃSKI

KONRAD SOBAŃSKI

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

**DYLEMATY KRAJOWYCH PRZEDSIĘBIORSTW
W ZARZĄDZANIU RYZYKIEM KURSOWYM
– HEDGING CZY SPEKULACJA NA RYNKU WALUTOWYM**

Wprowadzenie

Użyteczność metod hedgingowych, ich teoretyczna zdolność do efektywnego redukcji ryzyka kursowego w firmach krajowych, nie przesądza jeszcze o rzeczywistej skuteczności ich stosowania bez względu na sytuację. Dlatego niezwykle ważna staje się umiejętność analizowania ewentualnych korzyści z osłony transakcji walutowych z kosztami ich poniesienia (stratami finansowymi). W niniejszym opracowaniu wskazujemy na niektóre cechy zachowań hedgingowych przedsiębiorstw krajowych prowadzących do błędnych strategii finansowych i zawierania szkodliwych lub niekorzystnych transakcji walutowych na rynku terminowym w warunkach rosnącej zmienności kursu złotego.

Instrumenty pochodne w polityce zarządzania ryzykiem kursowym eksportera i importera

Transakcje z wykorzystaniem instrumentów pochodnych mogą być wykorzystywane do osłony przed ryzykiem kursowym zarówno przez eksporterów, jak i przez importerów. Firmy prowadzące zagraniczną wymianę handlową lub rozliczające swoje transakcje w oparciu o waluty obce, narażone są na ryzyko kursowe. Działania osłonowe (hedgingu) polegają na zajmowaniu pozycji przeciwstawnych do zajmowanych na rynku kasowym. Oznacza to, w skrócie, że importer, który będzie musiał w przyszłości zapłacić za np. dostarczone towary na rynku terminowym, będzie kupował walutę (zajmował tzw. pozycję długą na rynku walutowym). Z kolei eksporter, który boi się osłabienia waluty transakcji, będzie zajmował pozycję krótką, starając się nie dopuścić do obniżenia się swoich dochodów uzyskanych z transakcji eksportowych, poniżej akceptowanego przez niego poziomu, zajmuje też tzw. pozycję krótką na terminowym rynku walutowym.

Zarządzanie ryzykiem kursowym jest atrakcyjne dla przedsiębiorstw, kusi bowiem możliwościami powstrzymania wzrostu lub spadku kursu waluty, co „łatwia dokładne zaplanowanie wysokości przepływów finansowych”¹. Daje jednocześnie instytucjom finansowym szanse kreowania nowych produktów bankowych, dzięki sprzedaży których, mogą zwiększyć swoje przychody.

Pod koniec 2008 roku, w związku z ogromnymi stratami poniesionymi przez wiele polskich firm na transakcjach osłonowych, pojawiło się wiele pytań dotyczących skuteczności technik osłonowych w zakresie zarządzania otwartą pozycją walutową w przedsiębiorstwach niefinansowych². Czy istnieje faktycznie możliwość dokładnego zaplanowania wysokości przepływów finansowych w działającym na rynku zagranicznym przedsiębiorstwie? Czy hedging walutowy eliminuje spekulację walutową? Pytań można by postawić znacznie więcej. Wobec wydarzeń ostatnich miesięcy związanych z tzw. toksycznymi opcjami walutowymi, przyjmijmy, że odpowiedzi na nie stają się kluczowe dla podejmowania przyszłych działań w zakresie zarządzania otwartą pozycją walutową. W celu rozważenia problemu posłużymy się trzema przykładami charakteryzującymi różne strategie osłonowe oferowane przez instytucje finansowe i wykorzystywane przez eksporterów również w sektorze MSP.

Wskazane w przykładach 1–3 propozycje osłony walutowej, choć z jednej strony „wabią” potencjalnymi korzyściami, wymagają jednak świadomości występowania ryzyka bezpośrednio lub pośrednio związanego z kształtowaniem się bieżącego kursu walut. Ryzyko to powstaje mimo, a częściowo wskutek, zastosowania hedgingu nakierowanego na eliminację lub ograniczenie ryzyka kursowego.

Przykład 1 – typowy kontrakt forward (NDF)

Z uwagi na przewidywane wpływy dewizowe na koniec przyszłych miesięcy w wysokości 100 000 euro przedsiębiorstwo, bojąc się, że kurs PLN/EUR w momencie otrzymywania płatności będzie niższy niż obecnie, zawiera trzymiesięczny kontrakt forward na kwotę 300 000 euro z kursem terminowym wynoszącym 4,16 PLN (pozycja krótka). W dniu rozliczeniowym kontrakt zostanie rozliczony według średniego kursu NBP. Przedsiębiorstwo zapłaci różnicę pomiędzy kursem bieżącym za 3 miesiące oraz kursem terminowym, jeżeli kurs bieżący będzie powyżej kursu terminowego. W przypadku odwrotnym, przedsiębiorstwo otrzyma powstałą różnicę kursową w rozliczeniu z bankiem. Osłona z użyciem kontraktu walutowego forward jest klasycznym sposobem ograniczenia lub nawet eliminacji

¹ http://www.brebank.pl/pl/msp/Zarządzanie_ryzykiem_finansowym/opcje_walutowe/.

² Pod koniec 2008 r. o ogromnych stratach na opcjach walutowych zaczęły informować spółki giełdowe, m.in. Ropczyce, Ciech, Erbud, Rafako, PPWK. Opcje kupowali przede wszystkim eksporterzy obawiając się dalszego umacniania się złotego. Problem transakcji opcjami walutowymi dotyczył jednak również spółek mniejszych, jednak z uwagi na ich niepubliczny charakter informacje o ich kłopotach finansowych nie były przedmiotem doniesień prasowych. Według firmy doradczej Deloitte z powodu feralnych opcji ucierpią setki firm, a straty mogą sięgnąć nawet miliardów złotych (http://www.inwestycje.pl/forex_i_waluty/kolejne_instytucje_zajmuja_sie_sprawa_toksycznych_opcji_walutowych;43987;0.html).

ryzyka kursowego. Nie umożliwia jednak zawsze korzystania z pożądaných przez zawierającego kontrakt zmian kursu walut.

Przykład 2 – „bezkosztowa” strategia opcyjna

Zakup prawa do sprzedaży 100 000 euro za 3 miesiące po cenie równej 4,16 PLN/EUR. Cena nabycia wspomnianej opcji wynosi 1,3%, czyli 5408 PLN. Aby nie ponosić kosztów zakupu opcji put przedsiębiorstwo wystawia opcje call z ceną wykonania 4,5 PLN/EUR. Jeśli za 3 miesiące kurs PLN/EUR będzie poniżej ceny wykonania (4,5 PLN/EUR), opcja będzie bezwartościowa. Jednak, gdyby kurs euro w przyszłości przekroczył 4,5 PLN/EUR, nabywcy opcji call będą chcieli ją zrealizować, a różnicę pomiędzy kursem wykonania będzie musiało zapłacić wystawiające opcje przedsiębiorstwo. Na dzień zawierania transakcji wydaje się to na tyle mało realne, że – zgodnie z prognozami banku – ubezpieczające się przedsiębiorstwo marginalizuje fakt, iż bierze na siebie ryzyko kursowe związane z wystawieniem opcji kupna. W przypadku dużego odchylenia kursu wykonania opcji call od kursu bieżącego (a więc małego prawdopodobieństwa jej zrealizowania), premia dla wystawiającego taką opcję jest znacznie mniejsza w porównaniu z płaconą premią za opcję put. W przypadku, gdyby premia wynosiła 0,3%, to wolumen na jaki będą wystawione opcje call, tak aby skonstruować „bezkosztową” strategię opcyjną, osiągnęłyby wartość ponad 430 000 euro³. W przypadku zabezpieczenia przepływów finansowych pojawiających się z tytułu eksportu w wysokości 100 000 euro miesięcznie, podobne kontrakty opcyjnie zawierane musiałyby być co miesiąc, przy uwzględnieniu zmieniających się w tych terminach wycen opcji walutowych.

Przykład 3 – strategia z wykorzystaniem tzw. forwardu elastycznego

Transakcja terminowa forwardu elastycznego gwarantuje kurs sprzedaży waluty w przyszłości po 4,17 PLN/EUR wobec kursu walutowego w momencie przedstawienia oferty wynoszącego 4,15 PLN/EUR. Warunkiem zawarcia kontraktu jest wolumen transakcji na koniec każdego miesiąca w wysokości 100 tys. euro przez najbliższy rok (12 transakcji). Zastosowanie przez eksportera forwardu elastycznego zabezpiecza przedsiębiorstwo przed spadkiem kursu euro poniżej 4,00 PLN/EUR (gwarantowany kurs sprzedaży), a jednocześnie posiada pewne cechy opcji umożliwiając uczestnictwo w pozytywnych dla eksportera zmianach kursu walutowego do określonego w umowie poziomu (np. 5,00 PLN/EUR). W przypadku, gdyby kurs walutowy przekroczył ten poziom (wzrósł do powyżej 5,00 PLN/EUR), rozliczenie nastąpiłoby po kursie 4,00 PLN/EUR⁴.

Koncepcja forwardu „elastycznego” łączy zatem zalety forwardu oraz opcji, dając gwarancję kursu (w najgorszym przypadku straty kursowej liczonej wobec aktualnego kur-

³ Przykład stanowi ilustrację transakcji opcjami walutowymi zawieranymi przez polskich eksporterów w 2008 r.

⁴ Dane rzeczywiste oparte na wstępnej ofercie skierowanej do eksportera (obroty poniżej 10 mln PLN rocznie) przez jeden z polskich banków w grudniu 2008 r.

su w wysokości 0,15 PLN/EUR) i pozwalając na uczestniczenie we wzroście kursu walutowego (w najlepszym przypadku dającego zysk w wysokości 0,85 PLN/EUR).

Powyższe przykłady można przeanalizować w kontekście możliwych scenariuszy zmian na krajowym i globalnym rynku finansowym oraz w krajowej i światowej gospodarce.

Wpływ globalnych i krajowych tendencji na decyzje w zakresie strategii osłonowych (hedgingowych) polskich przedsiębiorstw

Po wstąpieniu do Unii Europejskiej, w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce, kontynuowany był znaczny napływ kapitału zagranicznego. Polepszenie oceny długoterminowych perspektyw rozwoju sprawiło, że inwestorzy zagraniczni wykazywali dużą skłonność do finansowania deficytów obrotów bieżących gospodarek regionu. Skłonność ta wynikała również z ogólnoświatowego zmniejszenia awersji do ryzyka w okresie przyspieszonego wzrostu gospodarczego na rynku globalnym. Wysoki napływ inwestycji zagranicznych (przekraczający zapotrzebowanie wynikające z deficytu bieżącego) oraz upowszechniające się traktowanie walut środkowoeuropejskich jako aktywa finansowego, przynoszącego wysokie stopy zwrotu, doprowadziło do umocnienia wybranych walut regionalnych, w tym polskiego złotego.

Kilkuletnia kontynuacja trendu wzrostowego wartości złotego nie pozostała bez wpływu na zachowania firm utrzymujących otwarte pozycje walutowe. Z jednej strony można przypuszczać, że przy powszechnym oczekiwaniu dalszego osłabiania walut zagranicznych, skłonność importerów do wykorzystania transakcji hedgingowych zmalała, z drugiej strony, jak już wcześniej wspomniano, na podstawie informacji prasowych i raportów okresowych można stwierdzić, że eksporterzy zaczęli stosować na dużą skalę transakcje osłonowe dla zabezpieczenia się przed spadkiem kursu walut zagranicznych. Nie były to jednak typowe strategie osłonowe. Przedsiębiorstwa decydowały się na konstruowanie niesymetrycznych strategii zabezpieczających, w które wkomponowany był paradoksalnie element spekulacji (do klasycznego „korytarza” będącego kombinacją pozycji długiej w opcji put oraz równoważnej kwotowo pozycji krótkiej w opcji call, dołączano wystawienie dodatkowej opcji call). Zarządy firm były przekonane, że warunkowe zobowiązanie, wynikające ze sprzedaży dodatkowej opcji call, nie zmaterializuje się. Splot niekorzystnych czynników w gospodarce światowej jesienią 2008 roku sprawił jednak, że stało się inaczej.

Doświadczenia polskich firm w ostatnim okresie skłaniają do wysunięcia kilku uwag ogólnych. Po pierwsze, na skutek trwałości tendencji na rynku walutowym w latach 2004–poł. 2008, stosowanie transakcji osłonowych tylko w ograniczony sposób chroniło polskich eksporterów przed skutkami aprecjacji złotego. Instrumenty zabezpieczające pozwalały realizować korzyści w krótszych okresach (typowych dla hedgingu przed ryzykiem transakcyjnym). Całkowite wyeliminowanie niekorzystnych efektów trendu rozpoczętego w 2004 roku byłoby możliwe tylko w przypadku objęcia transakcjami zabezpieczającymi

przepływów finansowych planowanych w okresie kilkuletnim. Ponieważ osłona transakcyjna dotyczy zazwyczaj okresów maksymalnie kilkunastomiesięcznych (trudno bowiem zaplanować przepływy długookresowe), przedsiębiorstwa musiały godzić się na stopniowe pogarszanie kursów realizacji w strategiach osłonowych. W tym sensie hedging pozwalał opóźnić (a nie całkowicie eliminować) wpływ niekorzystnych dla eksporterów tendencji na rynku walutowym.

Po drugie, przedsiębiorstwa odeszły od wykorzystania typowych instrumentów zabezpieczających, w kierunku stosowania instrumentów hybrydowych. Instrumenty te znacząco modyfikowały profil ryzyka przedsiębiorstw, wystawiając je na nowy rodzaj zagrożenia. Na skutek wykorzystania zmodyfikowanego „korytarza”, eksporterzy ograniczali wprawdzie ryzyko aprecjacji złotego, ale jednocześnie nieświadomie wystawiali się na ryzyko wzrostu wartości waluty zagranicznej, a więc ryzyko, które w normalnej sytuacji nie występowało w firmie generującej wpływy walutowe netto.

Po trzecie, zmiany warunków na globalnym i krajowym rynku finansowym w II półroczu 2008 roku spowodowały, że nastąpiła znacząca transformacja celów polityki osłonowej. Gwałtowne osłabienie złotego musiało zmienić skłonność importerów do wykorzystania hedgingu. Przy tak dużej skali zmian kursowych w relatywnie krótkim czasie, importerzy zostali zmuszeni do szybkiego wdrożenia decyzji osłonowych. Z kolei eksporterzy, zwłaszcza firmy, które nie zawierały wcześniej zmodyfikowanych transakcji zabezpieczających, pozornie znaleźli się w korzystniejszej sytuacji. Osłabienie złotego umożliwiło im jednorazowy znaczny wzrost marż hedgingowych. Dodatkowo wzrost kursu bieżącego walut zagranicznych może przekładać się na wyższy, a zatem korzystniejszy dla eksporterów, poziom kursu realizacji w transakcjach forward czy opcyjnych. Nie sposób jednak dostrzec, że wraz z globalnym spowolnieniem gospodarczym i problemami sektora bankowego, znacząco wzrosło ryzyko kredytowe. Jeśli bowiem eksporter zabezpieczy oczekiwane wypływy dewizowe w terminie do zapadalności (rozliczenia) a kontrahent nie wywiąże się z umowy, transakcja hedgingowa stanie się *ex post* transakcją spekulacyjną na rynku walutowym. Wzrost niepewności co do efektów transakcji osłonowych będzie zniechęcać do aktywnego zarządzania ryzykiem cenowym.

Uwagi końcowe

Wiele krajowych firm, zwłaszcza zajmujących się eksportem, poniosło w ostatnich miesiącach znaczne straty, wskutek zawarcia terminowych transakcji walutowych. Na ogół bowiem zdawały się na doradców finansowych banków komercyjnych, którzy zapewniali, że na takich transakcjach nie można stracić, gdyż nic nie może zahamować silnego trendu umacniania się złotego. Jednocześnie banki wykorzystywały szereg informacji, do których krajowe firmy eksportowe nie miały dostępu. W takich przypadkach może dochodzić do zawierania w umowach postanowień, które nadmiernie chronią interesy banków wykorzystujących swoją uprzywilejowaną pozycję i słabą znajomość praktyk bankowych przez fir-

my. Dowodzi to konieczności głębokiego przeanalizowania każdej planowanej transakcji zabezpieczającej oddzielnie przed ewentualnymi rozmowami z przedstawicielami banków, zanim firma zleci wykonanie takiej transakcji. Nie ma bowiem jednej, uniwersalnej odpowiedzi, czy w każdej sytuacji wykupienie pakietu transakcji zabezpieczających przyniesie oczekiwane oszczędności finansowe. Najczęściej koncepcja działania pod wpływem kampanii reklamowej charakterystycznej dla różnych banków przynosi głównie korzyści zainteresowanym bankom, podczas gdy firmy muszą godzić się ze stratami.

**DILEMMAS OF THE DOMESTIC FIRMS IN MANAGEMENT
OF FOREIGN EXCHANGE EXPOSURE
– HEDGING OR SPECULATION ON THE CURRENCY MARKET**

Summary

The benefits and risks of international trade are attracting considerable attention of the financial managers – both in banks and companies. Everyone is trying to ascertain the best way to reap the benefits of transaction exposure and manage the risk associated with open currency positions. The multi-currency dimension of international trade is one of the critical areas for owners of firms and their financial managers. There is a substantial risk embedded in the currency exposure of foreign trade, but it is not clear how managers should manage that risk. The critical view underlying the paper's conclusion is that currency hedging strategies using derivatives can be dangerous, counter – productive and resulting in the significant losses. Using derivatives to execute currency strategy, the main considerations in choosing the appropriate hedging instruments are quality of bank products, foreign exchange rate dynamics and maturity of foreign trade operations. Crucial to decision on the currency hedge is knowledge of an estimate of the future spot exchange rates on the turbulent exchange markets.