

## *Instrumenty pozwalające eksporterom przemysłu drzewnego ograniczyć negatywne skutki wahań kursowych*

Antoni Klonowski, Clonick Doradztwo Finansowe

Na rynku istnieje szereg instrumentów pozwalających ograniczyć negatywne skutki wahań kursowych. Są to tak zwane instrumenty pochodne, do których zaliczamy między innymi forwardy i opcje walutowe.

drzewnej, która 70 proc. swoich wyrobów eksportuje, jest stale wzmacnianie się złotówki względem innych walut, szczególnie względem euro. W dłuższej perspektywie czasu tendencja wzmacniania się kursu PLN najprawdopodobniej się utrzyma. Większość analityków finansowych przewiduje, że kurs EUR na koniec roku 2007 będzie wynosił 3,75 PLN/EUR.

Przy rosnących kosztach produkcji związanych głównie ze wzrostem cen surowca drzewnego oraz ze wzrostem wynagrodzeń dla pracowników, wzmacniająca się złotówka skutkuje spadkiem osiągniętych na działalności operacyjnej marż i zysków.

Mimo że ryzyko poniesienia strat związanych z wahaniami kursów walut przez eksporterów i importerów jest bardzo duże, można je znacznie ograniczyć lub nawet całkowicie zniwelować poprzez zastosowanie bankowych instrumentów zabezpieczających. Biorąc pod uwagę fakt, że przez ostatnie 1,5 roku kurs EUR wahał się w przedziale 3,75 – 4,10, tj. różnica między wartością maksymalną a minimalną wyniosła 35 gr, co stanowi prawie 10 proc. od poziomu kursu. Przy tak dużej fluktuacji wartości europejskiej waluty instrumenty zabezpieczające pozwalają w praktyce osiągnąć nawet 3 – 5 proc. większe przychody z eksportu niż w przypadku, gdyby firma nie stosowała w ogóle strategii zabezpieczających.

wzrostu kosztów, skutkuje wzrostem marż, a co za tym idzie, lepszą rentownością sprzedaży. Zakładając, że średnia rentowność dla przemysłu drzewnego wynosi około 6 proc., to wzrost przychodów tylko o 1 – 2 proc. przy niezmiennych kosztach pozwoli na znaczną poprawę wyników finansowych przedsiębiorstwa. Nie jest chyba przesadą stwierdzenie, że „obowiązkiem” każdego przedsiębiorcy-eksportera jest podjęcie działań w tym kierunku.

Większość przedsiębiorców posiada na temat zabezpieczeń kursowych ograniczoną lub fałszywą wiedzę. Bardzo rozpowszechniony jest pogląd, że zabezpieczenie się od ryzyka kursowego jest bardzo drogie, że jest podobne w swojej istocie do ubezpieczeń majątkowych przed pożarem, kradzieżą itp. Nie jest to prawdą. Najczęściej stosowanie strategii zabezpieczających nie wiąże się z koniecznością ponoszenia jakichkolwiek kosztów.

Wielu przedsiębiorców, nawet świadomych istnienia możliwości zabezpieczenia się od ryzyka kursowego, rezygnuje z tej możliwości sądząc, że wpłynie to negatywnie na płynność finansową firmy w związku z koniecznością gromadzenia na konkretny, umówiony z bankiem termin całej kwoty EUR przewidzianej do zabezpieczenia. To także nie jest pogląd prawdziwy, gdyż istnieje możliwość rozliczenia się z bankiem w tak zwany sposób nierzeczywisty, to znaczy bez dostarczenia waluty do banku.

Nie zawsze też jest dla przedsiębiorców jasne, że zabezpieczenia od ryzyka kursowego dokonuje się w bankach, zwykle tych samych co obsługują firmę na co dzień. Większość banków funkcjonujących w Polsce ma w swoich produktach szereg instrumentów pozwalających ograniczyć negatywne skutki wahań kursowych. Są to tak zwane instrumenty pochodne, do których zaliczamy między innymi forwardy i opcje walutowe. Zwykle stosuje się kilka z tych instrumentów jednocześnie, co tworzy tak zwaną strategię lub transakcję zabezpieczającą.

Najprostszym instrumentem pochodnym wykorzystywanym przez krajowych przedsiębiorców jest transakcja typu forward. Jest to umowa między dwoma podmiotami (np. bank – eksporter), w której strony zobowiązują się do wymiany określonej kwoty waluty, w przy-

szłości (np. za sześć miesięcy), po kursie ustalonym w dniu jej zawarcia. Instrument ten pozwala eksporterowi zabezpieczyć kurs wymiany waluty na danym, ustalonym w dniu zawarcia umowy poziomie. Przedsiębiorca nie obawia się w takiej sytuacji wzrostu wartości złotówki, gdyż ma zagwarantowany w umowie niezmienny kurs wymiany. Wadą tego instrumentu jest natomiast fakt, że eksporter rezygnuje z uczestnictwa w korzyściach związanych z ewentualnym, czasowym osłabieniem się złotówki. Zawarcie transakcji forward jest bezpłatne.

Do ograniczenia ryzyka kursowego jest opcja walutowa. W swojej konstrukcji przypomina forwarda i również jest umową między dwoma

wyóżniami, jest fakt, że jedna ze stron ma prawo odstąpienia od umowy w momencie, gdy kurs

niekorzystny. Za prawo odstąpienia strona musi jednak zapłacić, tj. kupuje opcję walutową. Stro-

pnik bierze za to zobowiązanie opłatę, tj. sprzedaje opcję.

Przedsiębiorca z branży drzewnej, eksportujący część swojej produkcji, może zatem kupić od banku opcję sprzedaży waluty (za ok. 2 – 3 proc. kwoty, która ma być w myśl umowy wymieniona), dzięki której będzie mógł w przyszłości (np. w momencie otrzymania od zagranicznego kontrahenta zapłaty) sprzedać określoną kwotę w EUR za złotówki po kursie ustalonym w dniu zawarcia umowy z bankiem. Jeżeli w dniu realizacji opcji walutowej kurs rynkowy będzie mniej

korzystny niż ten opisany w umowie z bankiem, to przedsiębiorca wymieni kwotę po kursie opcji walutowej (zrealizuje opcję sprzedaży waluty). Jeżeli kurs rynkowy w dniu realizacji opcji walutowej będzie bardziej korzystny niż ten opisany w umowie z bankiem, to przedsiębiorca odstąpi od realizacji opcji i wymieni otrzymaną od zagranicznego kontrahenta kwotę w tradycyjny sposób po kursie rynkowym.

Zaletą opcji jest fakt, że pozwalają one zabezpieczyć pożądaną kurs walutowy a jednocześnie dają możliwość czerpania dodatkowych profitów

- natomiast jest koszt zakupu opcji (2 – 3 proc. od zabezpieczanej kwoty wymiany).

Na rynku istnieje wiele odmian opcji walutowych:

europejskie, azjatyckie, amerykańskie, barierowe, które można zarówno kupować, jak i sprzedawać. Dzięki takiej różnorodności opcji, przedsiębior-

niez korzystać ze złożonych strategii zabezpieczających, które łączą w sobie zalety forwardów (są bezpłatne) oraz pojedynczych opcji walutowych (dają możliwość czerpania dodatkowych profitów w przypadku korzystnej zmiany kursu). Konstruowanie strategii zabezpieczających polega z reguły na kupnie i sprzedaży co najmniej dwóch opcji walutowych o różnych parametrach. W efekcie pozwala to na tworzenie kilkudziesięciu strategii różniących się między sobą poziomami zabezpieczeń, podejmowanym ryzykiem i możliwością uczestniczenia w korzystnych zmianach kursu walutowego.

W praktyce zawieranie transakcji zabezpieczających nie jest kłopotliwe i odbywa się najczęściej przez telefon. Trudniejszym zadaniem jest przygotowanie i wycenienie tych transakcji i następnie wybór najlepszego momentu jej zawarcia. Teoretycznie wszystko jest jasne. Transakcję zawierać należy wtedy, gdy kurs PLN jest najlepszy, czyli w przypadku eksporterów, gdy złotówka jest najsłabsza. W praktyce nie wiadomo jednak, czy w krótkiej perspektywie kurs będzie lepszy czy też gorszy. Dlatego z punktu widzenia firmy istotne jest określenie, jaki poziom zabezpieczenia jest dla firmy korzystny; najczęściej jest to taki kurs, jaki przyjęto w kalkulacjach eksportowych. Jeżeli w jakimś momencie jest to możliwe, to powinno się zawrzeć transakcję; zagwarantuje to uzyskanie założonego w kalkulacjach zysku. Aby jednak wybrać odpowiedni moment i odpowiednie instrumenty zabezpieczające, potrzebne jest stałe śledzenie poziomu kursu, prowadzenie negocjacji z bankami, a przede wszystkim posiadanie niezbędnej wiedzy. Zwykle szef firmy a nawet główna księgowa nie mają czasu i możliwości zajmowania się osobiście sprawami zabezpieczeń od ryzyka kursowego. Rozwiązaniem jest tutaj przyjęcie wykwalifikowanego pracownika lub skorzystanie z usług firmy doradczej. Zanim jednak firma będzie mogła przystąpić do zawierania transakcji musi wykonać cztery kroki. Po pierwsze, firma chcąc zabezpieczać kurs walutowy powinna założyć konto w jednym z banków posiadających szeroką ofertę instrumentów pochodnych (BGŻ, BRE Bank, BPH, Citibank Handlowy). Dobrze jest dysponować kontami w więcej niż jednym

banku, co pozwoli w przyszłości na porównywanie ofert składanych przez różne banki.

Po drugie, należy podpisać z bankiem „Umowę ramową w sprawie zasad współpracy w zakresie transakcji rynku finansowego”, która w ogólny sposób określa wzajemną współpracę, opisuje procedury zawierania transakcji i identyfikacji klienta.

Po trzecie, firma musi wystąpić do banku o przyznanie limitu na zawieranie transakcji terminowych. Z reguły wiąże się to z koniecznością okazania bankowi dokumentów finansowych firmy (podobnie jak przy zaciąganiu kredytu). I po czwarte, zatrudnić wykwalifikowanego pracownika lub nawiązać współpracę z firmą doradztwa walutowego, która na bieżąco będzie oceniać ryzyko kursowe przedsiębiorstwa, śledzić sytuację na rynku walutowym i opracowywać odpowied-

nie strategie zabezpieczeń

### Przykład I - Forward

Eksporter ma za trzy miesiące otrzymać wpływy od swojego kontrahenta w kwocie 1 mln EUR. Otrzymane za trzy miesiące euro firma będzie musiała sprzedać na rynku. Obecnie kurs EUR/PLN w transakcji natychmiastowej wynosi 3,93. Firma obawia się jednak, że w chwili płatności kurs euro be-

z bankiem trzymiesięczną transakcję forward (na sprzedaż EUR), po kursie EUR/PLN = 3,94. Dokładnie tyle wyniesie dla firmy przychód ze sprzedaży waluty, niezależnie od kształtowania się kursu rynkowego w momencie faktycznego nabycia środków.

Przepływy finansowe przedstawiają się następująco:

Kurs rynkowy	Sprzedaż waluty na rynku	Przelew z (do) banku w ramach rozliczenia transakcji	Faktyczny przychód, ze sprzedaży waluty
3,80	$3,80 * 1.000.000 =$ $= 3.800.000 \text{ PLN}$	$(3,94 - 3,80) * 1.000.000 =$ $= 140 000 \text{ PLN}$	3.940.000 PLN
3,94	$3,94 * 1.000.000 =$ $= 3.940.000 \text{ PLN}$	$(3,94 - 3,94) * 1.000.000 =$ $= 0 \text{ PLN}$	3.940.000 PLN
4,20	$4,20 * 1.000.000 =$ $= 4.200.000 \text{ PLN}$	$(3,94 - 4,20) * 1.000.000 =$ $= (-) 260 000 \text{ PLN}$	3.940.000 PLN

Gdyby firma uzyskała środki przed terminem wygaśnięcia kontraktu, może ona również przesunąć datę rozliczenia. Jeżeli nastąpi to na przykład miesiąc przed wygaśnięciem, kontrakt zostanie rozliczony po kursie EUR/PLN=3,9350 (dokładnie tyle, ile wynosił w dniu zawarcia kontraktu dwumiesięczny kurs forward).

### Przykład II – kupno opcji sprzedaży

Eksporter otrzyma za trzy miesiące kwotę 1 mln EUR od swojego kontrahenta. Ponieważ firma ponosi koszty w złotych, otrzymane euro będzie musiała sprzedać na rynku. Obecnie kurs EUR/PLN w transakcji natychmiastowej wynosi 3,93. Obawiając się spadku kursu, firma kupuje od banku opcję

ryn firma sprzeda euro. Stanie się tak w sytuacji, gdy kurs rynkowy w momencie wykonania opcji będzie równy lub niższy niż 3,94. Jeżeli w momencie wykonania opcji kurs będzie wyższy od 3,94, klient zrezygnuje z opcji i sprzeda waluty po kursie rynkowym. Ceną tego zabezpieczenia jest premia opcyjna w wysokości 8 groszy za euro.

Przepływy finansowe przedstawiają się następująco:

Kurs rynkowy	Sprzedaż waluty na rynku	Przelew z (do) banku w ramach rozliczenia transakcji	Premia opcyjna	Faktyczny przychód ze sprzedaży waluty
3,70	$3,70 * 1.000.000 =$ $= 3.700.000 \text{ PLN}$	$(3,94 - 3,70) * 1.000.000 =$ $= 240.000 \text{ PLN}$	(-) 80.000 PLN	3.860.000 PLN
3,80	$3,80 * 1.000.000 =$ $= 3.800.000 \text{ PLN}$	$(3,94 - 3,80) * 1.000.000 =$ $= 140.000 \text{ PLN}$	(-) 80.000 PLN	3.860.000 PLN
3,94	$3,94 * 1.000.000 =$ $= 3.940.000 \text{ PLN}$	opcja nie jest wykonana	(-) 80.000 PLN	3.860.000 PLN
4,20	$4,20 * 1.000.000 =$ $= 4.200.000 \text{ PLN}$	opcja nie jest wykonana	(-) 80.000 PLN	4.120.000 PLN

Kupno opcji put ogranicza wielkość straty, powstałej w wyniku spadku kursu, do poziomu odpowiadającego eksporterowi. Zysk powstały w wyniku wzrostu kursu jest nieograniczony, a jedynie pomniejszony o wartość premii

### Przykład III – strategia bezkosztowa Partycypator

Eksporter otrzyma za trzy miesiące kwotę 1 mln EUR od swojego kontrahenta. Ponieważ firma ponosi koszty w złotych, otrzymane euro będzie musiała sprzedać na rynku. Obecnie kurs EUR/PLN w transakcji natychmiastowej wynosi 3,93. Obawiając się spadku kursu, firma konstruuje strategię sprzedaży EUR/PLN z ceną wykonania 3,88. Tyle właśnie minimalnie może wynieść kurs, po którym firma sprzeda euro. Stanie się tak w sytuacji, gdy kurs rynkowy w momencie wykonania strategii będzie równy lub niższy niż 3,88. Jeżeli w momencie wykonania strategii kurs będzie wyższy od 3,88, firma będzie wymieniała walutę po kursie 3,88 + 50 proc.\* (kurs rynkowy – 3,88).

Przepływy finansowe przedstawiają się następująco:

Kurs rynkowy	Sprzedaż waluty na rynku	Przelew z (do) banku w ramach rozliczenia transakcji	Faktyczny przychód ze sprzedaży waluty
3,70	$3,70 * 1.000.000 =$ $= 3.700.000 \text{ PLN}$	$(3,88 - 3,70) * 1.000.000 =$ $= 180.000 \text{ PLN}$	3.880.000 PLN
3,88	$3,94 * 1.000.000 =$ $= 3.940.000 \text{ PLN}$	$(3,88 - 3,88) * 1.000.000 =$ $= 0 \text{ PLN}$	3.880.000 PLN
4,10	$4,10 * 1.000.000 =$ $= 4.100.000 \text{ PLN}$	$50 \text{ proc.} * (3,88 - 4,10) * 1.000.000 =$ $= (-) 110.000 \text{ PLN}$	3.990.000 PLN
4,20	$4,20 * 1.000.000 =$ $= 4.200.000 \text{ PLN}$	$50 \text{ proc.} * (3,88 - 4,20) * 1.000.000 =$ $= (-) 160.000 \text{ PLN}$	4.040.000 PLN

Zawarcie strategii Partycypator ogranicza wielkość straty, powstałej w wyniku spadku kursu, do poziomu 3,88. Przedsiębiorca bierze natomiast częściowy udział w korzyściach związanych z umocnieniem się EUR w stosunku do polskiej waluty.