

Valiutų kursų rizika ir jos valdymas Lietuvoje

Rolandas Kaupys

Doktorantas
Vilniaus universiteto Ekonomikos fakulteto
Finansų ir kredito katedra
Saulėtekio al. 9, LT-2040 Vilnius

Straipsnyje nagrinėjama Lietuvos mokslinėje literatūroje nauja valiutų kursų rizikos tema, pateikiama jos sąvoka ir valiutų kursų rizikos rūšys, aprašomi labiausiai paplitę šiuolaikiniai valiutų kursų rizikos valdymo instrumentai, apžvelgiamos Lietuvos išvestinių valiutų kursų rizikos valdymo priemonių rinkos raidos tendencijos. Straipsnyje taip pat pateikiamas autoriaus sukurtas rekomenduojamas valiutų kursų rizikos valdymo Lietuvos įmonėse modelis, kurį naudojant būtų galima identifikuoti valiutų kursų riziką ir jos dydį bei pasirinkti optimalius valiutų kursų rizikos valdymo būdus.

Tyrimo tikslas – išnagrinėti valiutų kursų rizikos valdymo priemonių rinkos Lietuvoje raidos tendencijas.

Tyrimo objektas – valiutų kursų rizikos valdymo priemonių rinka Lietuvoje.

Pagrindinės sąvokos: valiutų kursų rizika, valiutų kursų rizikos valdymas, išvestinės finansinės priemonės, išankstinis sandoris, ateities sandoris, apsikaitimo sandoris, pasirinkimo sandoris.

Įvadas

Pastaruosius dešimtmečius pasaulyje vyksta sparti globalizacija, kuri lemia verslo aplinkos ir verslo subjektų veiklos kitimą. Šiems procesams svarbią reikšmę turi tarptautinė prekyba. Kapitalo judėjimas, eksportas ir importas didina tarptautinių atsiskaitymų ir valiutų keitimo operacijų apimtį ir svarbą. Šiuo kontekstu išryškėja valiutų kursų rizikos ir jos valdymo reikšmė. Išsivysčiusios ekonomikos šalyse ši problema ypač tapo svarbi po Bretono Vudso fiksuotų valiutų kursų sistemos transformacijos į laisvai plaukiojančių valiutų kursų sistemą praėjusio šimtmečio aštuuntojo dešimtmečio pradžioje.

Lietuvoje valiutų kursų rizikos valdymo problema tapo ypač aktuali įvedus nacionalinę valiutą – litą ir suaktyvėjus tarptautinei prekybai. Nauja susidomėjimo valiutų kursų rizikos valdymu banga kilo prieš persiejant litą nuo JAV dolerio prie euro 2002 m. vasario 2 dieną. Diskusijos šia tema netyla ir praėjus daugiau nei metams po šio įvykio, matant pakankamai netikėtą Lietuvos gyventojams ir įmonėms lito ir dolerio kurso svyravimą.

Šiame straipsnyje valiutų kursų rizika nagrinėjama Lietuvos įmonių pavyzdžiu, nors ši rizika kyla ir Lietuvos komerciniuose bankuose. Tačiau komerciniai bankai turi geras technines, intelektines ir finansines galimybes su-

mažinti valiutų kursų riziką, todėl šio segmento patiriamos valiutų kursų rizikos nenagrinėsimė.

1. Valiutų kursų rizika ir jos rūšys

Valiutų kursų rizika – tai galimas nuostolis dėl valiutų kursų pasikeitimo. Žodis *galimas* apibrėžime būtinas, nes dėl valiutų kursų svyravimų galima patirti tiek pelną, tiek nuostolį, priklausomai nuo atviros (trumpos ar ilgos) valiutų kursų rizikai pozicijos ir nuo to, kyla ar krenta valiutų kursai.

Kai kuriuose mokslinės literatūros šaltiniuose nėra išskiriamos valiutų kursų rizikos rūšys, apsiribojama bendru apibūdinimu, kad tai yra galimas nuostolis dėl valiutų kursų pasikeitimo [2; 4]. Tačiau, autoriaus nuomone, toks valiutų kursų rizikos rūšių neišskyrimas iki galo neatkleidžia valiutų kursų rizikos esmės.

Valiutų kursų rizika skirstoma į tris pagrindines rūšis [1; 8; 10]:

- atsiskaitymo rizika;
- ekonominė rizika;
- apskaitos (buhalterinė, balansinė) rizika.

Atsiskaitymo rizika (angl. *transaction exposure*) kyla, kai įmonė atsiskaito arba gauna pajamas užsienio valiuta praėjus laikui pagal anksčiau sudarytas sutartis. Šios rizikos požiūriu įmonė rizikuoja, kad užsienio valiutos kursas bus pakilęs vietinės valiutos atžvilgiu, kai įmonei reikės atsiskaityti pagal anksčiau sudarytas sutartis, arba užsienio valiutos kursas bus nukritęs tuo metu, kai įmonė gaus pajamų užsienio valiuta. Valiutos kursui imant kisti įmonei nepalankia kryptimi, įmonė turės sumokėti daugiau vietinės valiutos atsiskaitydama su savo partneriais užsienyje arba gaus mažiau vietinės valiutos, kai užsienio valiutų pajamas iškeis banke į vietinę valiutą.

Ekonominė rizika (angl. *economic exposure*) dar gali būti traktuojama kaip konkurenci-

nė (angl. *competitive exposure*) ar strateginė (angl. *strategic exposure*) rizika. Ši rizikos rūšis yra paslėptoji ir gali daryti poveikį įmonei netiesiogiai dėl konkurencinių sąlygų pasikeitimo ir poveikio įmonės partneriams.

Apskaitos rizika (angl. *accounting exposure, translation exposure*) dar vadinama buhalterinė ar balansinė rizika. Ši rizika kyla, kai reikia užsienio valiutomis denominuotus aktyvus ir pasyvus parodyti įmonės balanse. Su šia rizikos rūšimi ypač susiduria įmonės, veikiančios globaliai ir turinčios dukterinių įmonių užsienio šalyse.

Svarbu pabrėžti, kad visų trijų valiutų kursų rizikos rūšių negalima vienodai traktuoti pagal poveikį įmonės rezultatams ir pagal rizikos valdymą. Neįmanoma visų trijų valiutų kursų rizikos rūšių vienu metu suvaldyti, o esminė iš šių trijų valiutų kursų rizikos rūšių yra *atsiskaitymo rizika* [2, p. 163]. Šiam faktui pagrįsti galima pateikti keletą priedaštų: pirma, vienu metu apsaugoti nuo atsiskaitymo ir apskaitos rizikos beveik neįmanoma, nes valiutų kursų svyravimų įtaka apskaitoje fiksuojama kitaip, nei ši įtaka pasireiškia faktiniams pinigų srautams. Nesigilinant į valiutų kursų įtakos apskaitos niuansus galima teigti, kad apskaitoje valiutų kursų įtaka pinigų srautams gali atsirasti net tais atvejais, kai pagal oficialų kursą į litus perskaičiuoti mokėjimai užsienio valiuta yra daromi iš anksčiau sukauptų pajamų ta pačia valiuta. Tuo tarpu valiutų kursų svyravimo įtaka faktiniams pinigų srautams visada atsiranda, kai įmonės pajamos ir išlaidos yra denominuotos skirtingomis valiutomis ir jų kursai svyruoja. Antra, įmonės veiklos tęstinumui užtikrinti daug svarbiau yra apsaugoti faktinius pinigų srautus, o ne „popierinius“ rodiklius. Trečia, ekonominės rizikos valdymas apskritai neįmanomas, nes ji pasireiškia net nesant valiutų srautų įmoneje [2, p. 163–164; 5].

Dėl paminėtų priežasčių straipsnyje nagrinėjamas atsiskaitymo rizikos valdymas. Paprastumo ir nuoseklumo dėlei vartojamas terminas „valiutų kursų rizika“, tačiau šis terminas turėtų būti suprantamas siauriau – kaip atsiskaitymo rizika.

2. Valiutų kursų rizikos valdymo būdai ir priemonės

Valiutų kursų rizikos valdymo būdus ir priemones galima skirstyti į įmonės vidines ir išorines. Vidiniai valiutų kursų rizikos valdymo būdai remiasi įmonės finansininkų galimybėmis išvengti valiutų kursų pasikeitimo poveikio ir nereikalauja sudaryti sandorių su bankais. Tai yra pigiausias valiutų kursų rizikos valdymo priemonės. Tačiau įmonė turi turėti stiprų pranašumą derybose su savo partneriais, kad galėtų visiškai jomis pasinaudoti. Lietuvos įmonės, pasirašydamos prekybos sutartis, daugeliu atvejų negali pasirinkti mokėjimo sąlygų. Galimybės valiutų kursų riziką valdyti tik vidiniais metodais yra natūraliai ribotos, todėl šiame straipsnyje plačiau jų nenagrinėsime [1; 2].

Kalbant apie valiutų kursų rizikos valdymą, dažniausiai turimas omenyje išvestinių finansinių priemonių (toliau tekste išvestinių finansinių priemonių, išvestinių sandorių) panaudojimas. Šios priemonės priskiriamos prie išorinių įmonės valiutų kursų rizikos valdymo priemonių, nes tai yra sandorių su trečiosiomis šalimis, dažniausiai su įmonės aptarnaujančiais bankais, sudarymas. Šiame straipsnyje nagrinėsime keturias pagrindines išvestinių sandorių rūšis: išankstinius sandorius, apsikeitimo sandorius, ateities sandorius ir pasirinkimo sandorius. Tai paprasčiausias ir geriausiai suprantamos priemonės. Tačiau reikia paminėti, kad yra ir įvairių sudėtingesnių išvestinių priemonių. Dažniausiai tai paprastų priemo-

nių deriniai, tačiau kai kurios priemonės netgi nėra aprašytos šiuolaikinėje mokslinėje literatūroje. Šių sudėtingų priemonių atsiradimą diktuoja pati rinka. Mišrios priemonės gali būti tokios: pasirinkimo sandoris sudaryti išankstinį sandorį (angl. *forward option*), pasirinkimo sandoris sudaryti ateities sandorį (angl. *futures option*), pasirinkimo sandoris sudaryti apsikeitimo sandorį (angl. *swaption*), pasirinkimo sandoris sudaryti pasirinkimo sandorį (angl. *option on option*) ir panašiai [2, p. 154].

Išankstiniai sandoriai (angl. *forward contracts*) – tai sandoriai, pagal kuriuos dvi šalys įsipareigoja pirkti arba parduoti valiutą sutartą dieną ateityje sandorio sudarymo dieną nustatytu išankstiniu kursu. Išankstinis valiutos kursas nustatomas pagal standartinę formulę, kurios kintamieji yra sandorio sudarymo metu esantys neatidėliotino sandorio valiutų kursas, tarpbankinių palūkanų normos bei sandorio terminas (išsamiau žr. [6]).

Ateities sandoriai (angl. *future contracts*) – tai sandoriai, pagal kuriuos šalys įsipareigoja pirkti arba parduoti standartinį kiekį tam tikros valiutos sutartą ateities dieną sutartu kursu. Ateities sandoriai yra panašūs į išankstinius sandorius tuo, kad abiem atvejais tai yra įsipareigojimas pirkti ar parduoti valiutą sutartą ateities dieną dabar sutartu kursu. Ateities sandoris gali būti traktuojamas kaip atskirų išankstinių sandorių seka. Esminis šių sandorių skirtumas tas, kad ateities sandoriai – tai standartizuotos sutartys, kuriomis prekiaujama organizuotose biržose (išsamiau žr. [6]).

Valiutų apsikeitimo sandoris (angl. *currency swap*) – tai dviejų šalių susitarimas apsikeisti sutartam laikui sutartomis valiutomis, tai yra sandorio sudarymo dieną pirkti „x“ valiutą už „y“ valiutą tos dienos kursu ir sutartą dieną ateityje parduoti „x“ valiutą už „y“ valiutą

sandorio sudarymo dieną nustatytu išankstiniu kursu. Išankstinis valiutos kursas valiutų apsi-keitimo sandoryje nustatomas remiantis ta pa-čia formule kaip ir išankstinio sandorio atve-ju. Išankstinis ir apsikeitimo sandoriai beveik nesiskiria – skirtumas tas, kad išankstinio san-dorio atveju su banku įvyksta vienas valiutos pirkimo–pardavimo sandoris, apsikeitimo san-dorio atveju – du, neatidėliotinas ir išankstinis valiutos pirkimo-pardavimo sandoriai.

Pasirinkimo pirkti arba parduoti valiutą sandoriai (angl. *currency options*) – tai sando-riai, suteikiantys jo pirkėjui teisę, bet ne įsipa-reigojimą pirkti arba parduoti valiutą už san-dorio sudarymo metu sutartą kainą sutartą ateities datą. Pasirinkimo sandoris yra pirkėjo (tai – sandorio šalis, įgyjanti pasirinkimo teisę pirkti arba parduoti valiutą) ir pardavėjo (ša-lis, parduodanti teisę pirkti arba parduoti va-liutą) sutartis. Pasirinkimo sandorio kaina – tai premija (angl. *premium*), kurią pirkėjas sumo-ka pardavėjui. Pagal pasirinkimo sandorį va-liuta bus perkama / parduodama pagal iš anks-to nustatytą kursą (angl. *exercise price, strike price*) iki arba atėjus sandorio pasibaigimo die-nai (angl. *expiry date*). Pasibaigimo dieną san-doris nustoja galioti, net jei ir nebuvo pasinau-dota jo suteikta teise (išsamiau žr. [3]).

Įmonė gali pasirinkti vieną iš trijų apsidrau-dimo politikų [7]:

- Visiško apsidraudimo politika – tai apsi-draudimas nuo visų sandorių rizikos. Tā-čiau tokia politika gali būti ekonomiškai nenaudinga dėl per didelių išlaidų apsi-draudimo priemonėms.
- Pasirinktinio apsidraudimo politika. Įmo-nė apdraudžia tik tą rizikos dalį, kuri vir-šija įmonės požiūriu saugų rizikos laips-nį. Tokiu atveju išlaidos apsidraudimo priemonėms išsilygina.
- Neapsidraudimo politika. Dažniausiai to-kia įmonės politika taikoma, kai nėra ga-limybės apdrausti valiutų kursų riziką (nėra žinomos mokėjimų, įplaukų datos, sumos, bankai nesūlo draudimosi prie-monių ta valiuta) arba tikimasi, kad va-liutos kursai išliks tokie patys ar net po tam tikro laikotarpio bus palankūs įmo-nei. Jei įmonės vadovų lūkesčiai pasitei-sina, – jie laimi, jei ne, – įmonė patiria nuostolius.

3. Išvestinių finansinių priemonių taikymo Lietuvos įmonėse tendencijos

Kaip matome iš 1 lentelės, išvestinių sandorių bendros Lietuvos komercinių bankų su nekre-

1 lentelė. Lietuvos komercinių bankų valiutų sandorių su nekredito įstaigomis rezidentais struktūra 1999–2003 metais

	Neatidėliotini sandoriai, mln. litų	Išankstiniai sandoriai, mln. litų	Apsikeitimo sandoriai, mln. litų	Pasirinkimo sandoriai, mln. litų	Iš viso sandorių, mln. litų	Išvestinių sandorių dalis, %
1999 m.	20 129,7	34,5	16,5	–	20 180,7	0,3
2000 m.	22 680,8	27,1	31,2	476,7	23 215,8	2,3
2001 m.	24 953,3	155,7	102,2	980,7	26 191,9	4,7
2002 m.	26 669,2	835,6	375,6	1,1	27 881,5	4,3
2003 m.	8800,8	299,2	182,4	1,4	9283,8	5,2

Šaltinis: Lietuvos bankas. Valiutų rinka 2003 05. Mėnesinis biuletenis.

Pastaba: 2003 m. teikiami sausio–balandžio mėnesių duomenys.

dito įstaigomis rezidentais sudarytų valiutų sandorių apyvartos dalis yra labai maža. Nagrinėjamu laikotarpiu didžioji dalis valiutos yra perkama ir parduodama neatidėliotinių sandorių rinkoje, išvestiniai sandoriai nėra plačiai paplitę. Bendra valiutų rinkos apyvarta didėjo nedaug, tačiau išvestinių sandorių bendros sandorių apyvartos dalis per nagrinėjamą laikotarpį padidėjo nuo 0,3 proc. 1999 metais iki 5,2 proc. 2003 metais (sausio–balandžio mėn. duomenimis). Ypač staigus išvestinių sandorių bendros valiutų sandorių apyvartos dalies šuolis užfiksuotas 2000 metais (nuo 0,3 proc. 1999 metais iki 2,3 proc. 2000 metais). 2001 metais išvestinių sandorių dalis padidėjo 2,4 procentinio punkto nuo 2,3 proc. 2000 metais iki 4,7 proc. 2001 metais. Ateities sandorių Lietuvoje nebuvo sudaryta.

Iš 2 lentelės duomenų matome, kad 2000 metais išvestinių sandorių buvo sudaryta už daugiau nei dešimt kartų didesnę sumą negu 1999 metais. 2001 metais bendroji išvestinių sandorių apyvarta padidėjo apie du kartus, o 2002 metais nežymiai sumažėjo. Remiantis 2003 metų sausio–balandžio mėn. duomenimis galima manyti, kad išvestinių sandorių bendroji apyvarta bus didesnė negu 2002 metais, jei jos augimas bus toks pat ir kitais 2003 metų mėnesiais.

Tyrimas tai pat parodė, kad 1999 metais pasirinkimo sandorių nebuvo sudaryta, o 51,0 mln. litų išvestinių sandorių apyvartoje išankstiniai sandoriai sudarė 67,6 proc., 32,3 proc. – apsikeitimo sandoriai.

2000 metais užfiksuotą staigų išvestinių sandorių apyvartos šuolį lėmė didelės pasirinkimo sandorių apyvartos atsiradimas. Pasirinkimo sandorių 2000 metais sudaryta už 476,7 mln. litų ir jų apyvarta aštuonis kartus viršijo išankstinių ir apsikeitimo sandorių apyvartą kartu. Pasirinkimo sandorių apyvarta buvo 89,1 proc. visos išvestinių sandorių rinkos. 2001 metais pasirinkimo sandorių dalis buvo 79,2 proc. visos išvestinių sandorių rinkos ir keturis kartus viršijo išankstinių ir apsikeitimo sandorių apyvartą kartu.

Tačiau 2002 metais padėtis radikaliai pasikeitė – pasirinkimo sandoriai tais metais sudarė 0,1 proc., o 2003 metais – 0,3 proc. bendrosios išvestinių sandorių rinkos. Išankstinių sandorių dalis stipriai viršijo apsikeitimo ir pasirinkimo sandorių apimtis.

Tokias išvestinių sandorių rinkos tendencijas lėmė keletas veiksnių. Vienas iš svarbiausių įvykių Lietuvos finansų sektoriuje per pastaruosius metus buvo nacionalinės valiutos lito persiejimas nuo JAV dolerio prie euro. Persiejimo data ir mechanizmas buvo paskelbti iš

2 lentelė. Lietuvos komercinių bankų išvestinių sandorių su nekredito įstaigomis rezidentais struktūra 1999–2003 metais

	Iš viso išvestinių sandorių mln. litų	Išankstiniai sandoriai, %	Apsikeitimo sandoriai, %	Pasirinkimo sandoriai, %
1999 m.	51,0	67,6	32,3	–
2000 m.	535,0	5,1	5,8	89,1
2001 m.	1238,6	12,6	8,3	79,2
2002 m.	1212,3	68,9	31,0	0,1
2003 m.	483,0	61,9	37,8	0,3

Šaltinis: Lietuvos bankas. Valiutų rinka 2003 05. Mėnesinis biuletenis.

Pastaba: 2003 metų teikiama sausio–balandžio mėnesių duomenys.

anksto, siekiant maksimalaus šio proceso skaidrumo, o pats lito persiejimas įvyko sklandžiai ir jokių neramumų Lietuvos finansų rinkose nesukėlė.

Nuo persiejimo momento pradėjo svyruoti ne lito ir euro kursas, o lito ir dolerio kursas. Ši valiutų kursų rizikos transformacija sukėlė susidomėjimo išvestiniais sandoriais tarp Lietuvos įmonių bangą dėl aukšto Lietuvos dolerizavimo lygio; išsamiau žr. [11].

Remiantis 3 lentelės duomenimis, 2002 metų sausio mėn. išankstinių sandorių apyvarta buvo didžiausia per visus 2002 metus ir ji buvo didesnė už bendrą 2001 metų apyvartą. Apsikeitimo sandorių apimtis iki 2002 metų pabaigos stipriai padidėjo. Šių sandorių apyvartos dinamiką galima paaiškinti taip: prieš pat lito persiejimą nuo JAV dolerio prie euro, įmonės sudarė daug (dažniausiai dolerio) išankstinių pirkimo ir pardavimo sandorių. Sudarius išankstinių sandorį yra fiksuojama atsiskaitymo pagal jį data, kuri vėliau apsikeitimo sandoriu gali būti nukeliama ankstesniam ar vė-

lesniam laikotarpiui. Sudarius daug išankstinių sandorių 2002 metų sausio mėn., vėliau apsikeitimo sandoriais dažnai buvo koreguojama tik atsiskaitymo pagal juos data.

Dolerio kurso rizikos atsiradimas paaiškina išankstinių ir apsikeitimo sandorių apyvartos dinamiką, tačiau pasirinkimo sandorių staigaus apyvartos nuosmukio nuo 2002 metų pradžios paaiškinti negali. Tyrimo rezultatai taip pat stebina tuo požiūriu, kad tik pradėjus prekiauti pasirinkimo sandoriais 2000 metais, jie sudarė apie 90 proc. išvestinių sandorių rinkos. Sudarytų pasirinkimo sandorių vertė 2000 metais buvo 476,7 mln. litų, 2001 metais – 980,7 mln. litų. 2002 metais ji tesiekė 1,1 mln. litų, o kitų išvestinių sandorių rinkoje buvo pastebimas bumai. Autoriaus darbo patirtis leidžia teigti, kad Lietuvoje pasirinkimo sandorių normaliomis sąlygomis turėtų būti sudaroma gerokai mažiau nei išankstinių ir apsikeitimo sandorių, mat pasirinkimo sandoriai Lietuvos įmonėms yra mažiau patrauklūs, nes jų kainodara yra sudėtinga ir šie san-

3 lentelė. Lietuvos komercinių bankų išvestinių sandorių su nekredito įstaigomis rezidentais struktūra 2001–2002 metais

<i>Apyvarta, mln. litų</i>	<i>Išankstiniai sandoriai</i>	<i>Apsikeitimo sandoriai</i>	<i>Pasirinkimo sandoriai</i>
2001 01–12	155,7	102,2	980,7
2002 01	171,3	4,1	–
2002 02	30,1	15,0	–
2002 03	9,2	12,9	–
2002 04	12,9	5,4	–
2002 05	62,4	16,7	1,1
2002 06	108,6	7,5	–
2002 07	57,1	18,0	–
2002 08	51,7	15,4	–
2002 09	97,5	27,3	–
2002 10	90,7	15,0	–
2002 11	133,2	71,0	–
2002 12	10,9	167,4	–
2002 01–12	835,6	375,6	1,1

Šaltinis: Lietuvos bankas. Valiutų rinka 2003 05. Mėnesinis biuletenis

doriai yra sąlyginai brangesni už išankstinius ir apskaitimo sandorius.

Jokios viešai paskelbtos informacijos, kuri padėtų paaiškinti didžiulę pasirinkimo sandorių apyvartą 2000–2001 metais ir jos nuosmukį 2002-aisiais neteko aptikti. Tokio pobūdžio informacija iš esmės yra konfidenciali ir Lietuvos komerciniai bankai viešai jos neskelbia. Neoficialių šaltinių teigimu, Lietuvos bankai pasirinkimo sandorius naudojo siekdami mažinti atviras valiutų pozicijas. Iki 2002 m. sausio 1 d., skaičiuojant komercinių bankų atvirą valiutos poziciją, buvo įskaičiuojami ir galiojantys pasirinkimo sandoriai. Komercinio banko parduotas pasirinkimo sandoris pirkti dolerius arba nupirkimas pasirinkimo sandoris parduoti dolerius mažino ilgą poziciją doleriais. Bankai stengėsi laikyti maksimaliai ilgą pozicijas doleriais, nes 2000 metais palūkanų normos doleriais pasaulyje buvo didelės. Tiesa, per 2001 metus jos stipriai buvo sumažintos dėl JAV ekonomiką ištikusios recesijos. Tuo tarpu trumpo laikotarpio litų palūkanų normos buvo ir yra labai nestabilios, o tam tikrais laikotarpiais bid (palūkanų norma, už kurią bankas yra pasirengęs pasiskolinti iš kito banko) palūkanų norma net būdavo lygi beveik nuliui. Nesant dolerio ir lito kurso svyravimo rizikos, bankai parduodavo arba pirkdavo iš savo antrinių įmonių (pvz., draudimo ar lizingo bendrovių), su kuriomis galėdavo lengvai susitarti, pasirinkimo sandorius už minimalią kainą su intencija, kad jie nebus vykdomi. Nuo 2002 m. sausio 1 d. Lietuvos bankas pakeitė atviras valiutų pozicijas skaičiavimo tvarką, todėl tokios bankų manipuliavimo galimybės išnyko. Ši hipotezė geriausiai paaiškintų per tiriamą laikotarpį užfiksuotą pasirinkimo sandorių apyvartos dinamiką.

4. Rekomenduojamas valiutų kursų rizikos valdymo Lietuvos įmonėse modelis

Šio modelio esmė – išskirti sprendimo dėl valiutų kursų rizikos valdymo priėmimo proceso etapus ir pasiūlyti optimalius kiekvieno etapo sprendimus:

1. *Įmonės užsienio valiutų balanso sudarymas.* Šiuo etapu sudaromas įmonės tam tikro laikotarpio valiutų balansas pagal įmonės sudarytas sutartis.

2. *Atvirų užsienio valiutų pozicijų apskaičiavimas.* Pagal įmonės užsienio valiutų balanso duomenis apskaičiuojamos atviros užsienio valiutų pozicijos. Atviros pozicijos išreiškiamos absoliutiniu dydžiu tam tikroms datoms ar laikotarpiais.

3. *Valiutų kursų rizikos įtakos įmonės finansiniams rezultatams įvertinimas.* Atvirų pozicijų dydis palyginamas su tam tikro laikotarpio numatoma apyvarta ir pelningumu. Įvertinama, ar valiutų kursų svyravimai gali turėti apčiuopiamą įtaką įmonės finansiniams rezultatams.

4. *Valiutų kursų rizikos valdymo politikos pasirinkimas.* Atsižvelgiant į valiutų kursų rizikos įtaką įmonės finansiniams rezultatams, pasirenkama apsidraudimo politika. Jei galimi valiutų kursų svyravimai nekelia realios grėsmės įmonės finansiniams rezultatams ir norint apsidrausti reikėtų santykinai didelių intelektinių, techninių ir finansinių išteklių, pasirenkama neapsidraudimo politika. Kuo didesnė potenciali valiutų kursų rizikos įtaka įmonės rezultatams atitinkamai pasirenkama pasirinktinio arba visiško apsidraudimo politika.

5. *Valiutų kursų rizikos valdymo priemonių pasirinkimas.* Pasirenkant valiutų kursų rizikos valdymo priemones, prioritetas turėtų būti teikiamas vidinėms priemonėms. Nesant galimybių pasinaudoti vidinėmis priemonėmis, ren-

kamasi iš Lietuvos valiutų rinkoje siūlomų išorinių valiutų kursų rizikos valdymo priemonių. Išvestinių sandorių pasirinkimas turi remtis tokiais kriterijais: išvestinių sandorių kainų palyginimas, įmonės tikrumas dėl ateities pinigų srautų laiko ir vertės bei išvestinių sandorių parametru koregavimo ir atsisakymo pirma laiko galimybės ir kaštai. Išankstiniais ir apsiikeitimo sandoriais reikia drausti tuos pinigų srautus, dėl kurių laiko ir vertės įmonė yra tikra. Pasirinkimo sandoriais verta pasinaudoti, kai nėra tiksliai žinoma, ar planuojami pinigų srautai įvyks. Šiuo etapu rekomenduojama kreiptis į banką dėl limito išvestiniams sandoriams nustatymo.

6. Sprendimo dėl valiutų kursų rizikos valdymo priėmimas. Šiuo etapu įmonė kreipiasi į banką dėl konkrečių sandorių sąlygų. Jei valiutų rinkoje yra susiklosčiusi palanki įmonei situacija, patartina nedelsiant sudaryti apsidraudimo sandorius.

Išvados

1. Iš trijų valiutų kursų rizikos rūšių esminę įtaką įmonės rezultatams ir veiklos tęstinumui daro atsiskaitymo rizika. Ji kyla, kai įmonės pajamos ir išlaidos yra denominuotos skirtingomis valiutomis ir šių valiutų kursai svyruoja. Ši rizikos rūšis daro įtaką faktiniams pinigų srautams ir valiutų kursų rizikos atžvilgiu daro esminę įtaką įmonės veiklos tęstinumui ir pelningumui;

2. Egzistuoja vidiniai ir išoriniai valiutų kursų rizikos valdymo būdai ir priemonės. Vidi-

nių priemonių naudojimas yra natūraliai ribotas, todėl valiutų kursų rizikos valdymas dažniausiai suprantamas kaip išorinių valiutų kursų rizikos valdymo priemonių panaudojimas. Išorinių valiutų kursų rizikos valdymo priemonių panaudojimas apima išvestinių sandorių su bankais sudarymą. Paprasčiausi ir labiausiai paplitę išvestiniai sandoriai yra išankstinis sandoris, ateities sandoris, apsiikeitimo sandoris ir pasirinkimo sandoris.

3. Atliktas Lietuvos valiutų rinkos tyrimas parodė, kad išvestinių sandorių apimtis sudaro labai mažą jos dalį ir Lietuvos įmonės beveik nenaudoja šių priemonių valiutų kursų rizikai valdyti. 1999–2003 metais pastebimas spartus išvestinių finansinių priemonių rinkos augimas Lietuvoje, tačiau nuo labai žemo lygio. Autoriaus nuomone, išvestinių sandorių rinkos struktūra dabar atspindi išvestinių sandorių rinkos struktūrą normaliomis sąlygomis ir laikui bėgant neturėtų stipriai keistis, tačiau galima tikėtis nežymaus pasirinkimo sandorių dalies augimo.

4. Šiame straipsnyje pateikiamas autoriaus parengtas ir pasiūlytas valiutų kursų rizikos valdymo Lietuvos įmonėse modelis. Šis modelis apima visus valiutų kursų rizikos valdymo proceso etapus. Kiekvienam etapui pasiūlyti tinkamiausi sprendimo būdai ir priemonės. Šio modelio praktinis taikymas leidžia Lietuvos įmonėms kompleksiskai valdyti valiutų kursų riziką, tai yra ją išmatuoti, pasirinkti tinkamą jos valdymo politiką ir priemones, prognozuoti finansinius veiklos rezultatus ir pinigų srautus.

LITERATŪRA

1. Bennet D. Managing foreign exchange risk. Pitman Publishing, 1997. 244 p.

2. Buckley A. Multinational finance. Prentice Hall, 1996. 606 p.

3. Change D. M. An introduction to derivatives (3rd editon). The Dryden Press, 1995. 625 p.

4. Eitman D. K., Stonehill A. L., Moffett M. H. Multinational Business Finance (7th edition). Addison-Wesley Publishing Company, Inc., 1995. 699 p.

5. Hansabankas. Lietuvos laisvosios rinkos institutas. Valiutų rizikos valdymo principai ir jų pritaikymas praktikoje. Lito persiejimas prie euro. Vilnius, 2001. 28 p.

6. Hopper G. P. A primer on currency derivatives. Federal reserve bank of Philadelphia. Business review: May/June, 1995. 14 p.

7. Kropas S., Katkus V. Banko tarptautinės operacijos. Vilnius: Lietuvos bankininkystės, draudimo ir finansų institutas, 1997. 178 p.

8. Laurent L. J. Management and control of foreign exchange risk. Kluwer Academic Publishers, 1996. 368 p.

9. Lietuvos bankas. Valiutų rinka 2003 05. Mėnesinis biuletėnis.

10. Samuels J. M., Wilkes F. M., Brayhaw R. E. Management of company finance. Chapman & Hall, 1990. 659 p.

11. Vetlov I. Lietuvos ekonomikos dolerizavimo ekonometrinė analizė // Pnių studijos. 2001, Nr. 3.

EXCHANGE RATE RISK AND EXCHANGE RATE RISK MANAGEMENT IN LITHUANIA

Rolandas Kaupys

Summary

In nowadays highly competitive business world risk management became one of the major areas of academic and professional research. Exchange rate risk management became extremely important in 1980's when major currency exchange rates were set to float. In Lithuania, exchange rate risk management became relevant when national currency litas was introduced and Lithuania became an active participant in international trade.

Exchange rate risk can be looked at under three separate headings: transaction risk, economic risk and accounting risk. Transaction risk arises when company's cash flows are denominated in different currencies and exchange rate of the currencies fluctuates. Transaction risk makes the greatest influence on company's value and profits.

Research of Lithuania's currency market suggests that derivatives market compounds only a small fraction of whole market activity. Lithuanian legal entities rarely if ever use currency derivatives to manage exchange rate risk.

However, market for currency derivatives have shown a substantial growth over the period from 1999

to 2003 year. Noteworthy that market for currency options made up a major part of whole derivatives market from 1999 to 2001 year. The reason for that could have been ineffective regulation of calculating open foreign currencies positions in Lithuanian commercial banks. As order of open foreign currency positions calculation was changed by Lietuvos bankas at the beginning of 2002 year, options trading volumes declined by large amount. The structure of Lithuania's derivatives market from the beginning of 2002 year could be viewed as under normal market conditions.

An original exchange rate risk management model was established at the end of this article. Lithuanian companies are highly recommended to use this model to manage exchange rate risk. Major steps of this model are calculation of open foreign currencies positions, choice of exchange rate risk management policy and appropriate instruments.

Meaningful definitions: exchange rate risk, exchange rate risk management, currency derivatives, forward contract, future contract, swap contract, option contract.

Įteikta 2003 m. spalio mėn.