

UDK 334.72:336.748

PREGLEDNI RAD

DOI: 10.7251/FIN1601032P

Nermina Pobrić*

Merenje i upravljanje ekonomskom izloženošću multinacionalne kompanije deviznom riziku

Measure and managing economic exposure to multinational companies to foreign exchange risk

Rezime

Na visinu novčanih tokova multinacionalne kompanije mogu uticati kretanja deviznog kursa ako ona izvršava transakcije u stranim valutama, ostvaruje prihod u stranim valutama ili je izložena uticaju strane konkurencije. Osetljivost novčanih tokova kompanije na neočekivana kretanja deviznog kursa naziva se ekonomskom, operativnom, konkurentskom ili strategijskom izloženošću. U ovom članku autor je ukazao na moguće načine merenja i upravljanja ekonomskom izloženošću deviznom riziku da bi finansijskim menadžerima u multinacionalnim kompanijama olakšao obavljanje ovih aktivnosti.

Cljučne reči: devizni rizik, ekonomska izloženost deviznom riziku, merenje ekonomske izloženosti deviznom riziku, zaštita od ekonomske izloženosti deviznom riziku.

Abstract

Multinational company's cash flows can be influenced by foreign exchange rate changes if it realizes transactions in foreign exchanges, if it has had income in foreign exchanges or if it is exposed to foreign competition. Sensitivity of company's cash flows to unexpected foreign exchange rate changes is economic, operating, competitive, or strategic exposure. In this article author indicated on possible ways of economic exposure measurement and management in order to execution of this activities make easier for financial managers.

Keywords: foreign exchange risk, economic foreign exchange exposure, measurement economic exposure, hedging of economic exposure.

UVOD

Iako su već dugi niz godina devizni rizik i izloženost deviznom riziku centralne kategorije u teoriji međunarodnog finansijskog menadžmenta, oni se i dalje često upotrebljavaju kao sinonimi, što je pogrešno. Stoga se nameće potreba da pre razmatranja problematike merenja i upravljanja izloženošću multinacionalne kompanije deviznom riziku jasno razgraničimo pojmove deviznog rizika i izloženosti deviznom riziku.

Devizni rizik je rizik od gubitka koji može da nastane promenom vrednosti ulaganja, obaveza i novčanih tokova kompanije usled promene deviznog kursa, tj. vrednosti domaće u odnosu na stranu valutu. Devizni rizik merimo varijansom ili standardnom devijacijom

promene budućeg spot deviznog kursa. Aritmetička sredina, varijansa i standardna devijacija promene budućeg spot deviznog kursa mogu se izračunati na osnovu distribucije verovatnoće izvedene iz percipiranih scenarija kretanja deviznog kursa u budućnosti i na osnovu istorijskih podataka. Ako se, na primer, standardna devijacija promene budućeg spot deviznog kursa izračunava na osnovu distribucije verovatnoće izvedene iz percipiranih scenarija kretanja deviznog kursa u budućnosti, ona se dobija kao kvadratni koren sume proizvoda kvadrata odstupanja pojedinačnih mogućih od očekivane buduće vrednosti spot deviznog kursa i njima odgovarajuće verovatnoće javljanja, pri čemu je očekivana vrednost budućeg spot deviznog kursa jednaka ponderisanom proseku pojedinačnih mogućih vrednosti budućeg spot deviznog kursa, a kao ponderi

se koriste verovatnoće njihovog javljanja. Ako se pak standardna devijacija promene budućeg spot deviznog kursa izračunava na osnovu istorijskih podataka, ona se dobija kao kvadratni koren proseka sume kvadrata odstupanja pojedinačnih od prosečne vrednosti spot deviznog kursa u posmatranom periodu, pri čemu je prosečna vrednost spot deviznog kursa jednaka proseku pojedinačnih vrednosti spot deviznog kursa u posmatranom periodu. „Kritike koje se upućuju na račun standardne devijacije kao mere deviznog rizika su proizvoljnost u procesu kvadriranja odstupanja od srednje vrednosti i tretman pozitivnih i negativnih odstupanja sličnim iako su negativna odstupanja štetnija.“ (Moosa, 2003: 68) Kao reakcija na navedene kritike javila se sve češća upotreba proseka sume apsolutnih vrednosti odstupanja pojedinačnih od prosečne vrednosti spot deviznog kursa u posmatranom periodu i proseka sume kvadrata odstupanja naniže pojedinačnih od prosečne vrednosti spot deviznog kursa u posmatranom periodu kao mera deviznog rizika.

Izloženost multinacionalne kompanije deviznom riziku je osetljivost u domaćoj valuti izražene realne vrednosti njenih ulaganja, obaveza i novčanih tokova na promene deviznog kursa. Stepem izloženosti deviznom riziku merimo racionom izloženosti. Racio izloženosti se dobija iz relativnog odnosa promene u domaćoj valuti izražene realne vrednosti ulaganja, obaveza i novčanih tokova multinacionalne kompanije i promene deviznog kursa u posmatranom periodu i pokazuje za koliko novčanih jedinica će se promeniti u domaćoj valuti izražene realne vrednosti ulaganja, obaveza i novčanih tokova multinacionalne kompanije ako se cena strane valute promeni za jednu novčanu jedinicu. Što je apsolutna vrednost racija izloženosti veća, i izloženost multinacionalne kompanije deviznom riziku je veća. Veća izloženost deviznom riziku podrazumeva veći uticaj promene deviznog kursa na finansijsku poziciju multinacionalne kompanije. Ako je racio izloženosti jednak nula, multinacionalna kompanija nije izložena deviznom riziku. Često se pogrešno smatra da se multinacionalna kompanija izlaže deviznom riziku samo kada obavlja transakcije u stranim valutama, tj. kada uvozi robu i usluge iz inostranstva, kada izvozi robu i usluge na inotrižište, kada ulaže raspoloživa sredstva na inostrano tržište i/ili kada se finansira sredstvima koja potiču sa inotrižišta. Multinacionalna kompanija se izlaže deviznom riziku i kada ne izvozi robu i usluge na inotrižište i ne uvozi robu i usluge iz inostranstva, ali se na domaćem tržištu suočava sa inokonkurentima. Ako valute zemalja porekla inokonkurenata oslabe u odnosu na domaću valutu, njihova konkurentna pozicija se poboljšava u odnosu na domaće kompanije, tako da domaće kompanije trpe gubitke zbog nepovoljnih kretanja deviznih kurseva. Ne samo da je moguće da multinacionalna kompanija bude izložena deviznom riziku kada ne izvozi robu i usluge na inotrižište, kada ne uvozi robu i usluge iz inostranstva, kada ne ulaže raspoloživa sredstva na inostrano tržište i/ili kada se ne finansira sredstvima koja potiču sa inotrižišta, već je moguće, videćemo kasnije, i da multinacionalna kompanija ne bude izložena deviznom riziku kada uvozi robu i usluge iz inostranstva, kada izvozi robu i usluge na inotrižište, kada ulaže raspoloživa sredstva na inostrano tržište i/ili kada se finansira sredstvima koja potiču sa inotrižišta.

Važno je istaći da izloženost deviznom riziku i, što je još važnije, devizni rizik nastaju kao posledica neanticipiranih promena deviznog kursa. U tekućim tržišnim cenama trebalo bi da budu inkorporirane promene deviznih kurseva koje su široko anticipirane. Imajući to u vidu, devizni rizik bi trebalo definisati kao rizik od gubitka koji može da nastane promenom vrednosti ulaganja, obaveza i novčanih tokova kompanije usled neočekivane promene deviznog kursa, tj. vrednosti domaće u odnosu na stranu valutu. Analogno tome, izloženost multinacionalne kompanije deviznom riziku bi trebalo definisati kao osetljivost u domaćoj valuti izražene realne vrednosti

njenih ulaganja, obaveza i novčanih tokova na neočekivane promene deviznog kursa. Radi jednostavnosti analize i lakšeg razumevanja problematike merenja i upravljanja izloženošću deviznom riziku, u nastavku ćemo se fokusirati na efekte ukupnih, a ne samo neočekivanih promena deviznih kurseva na finansijsku poziciju multinacionalne kompanije.

Postoje tri vrste izloženosti multinacionalne kompanije deviznom riziku. To su: transakciona izloženost, ekonomska izloženost i translaciona izloženost. Predmet našeg razmatranja je ekonomska izloženost, tj. merenje i upravljanje ekonomskom izloženošću multinacionalne kompanije deviznom riziku. Namera autora je da ukaže na moguće načine merenja i upravljanja ekonomskom izloženošću deviznom riziku da bi finansijskim menadžerima u multinacionalnim kompanijama olakšao obavljanje ovih aktivnosti.

1. ZNAČENJE EKONOMSKE IZLOŽENOSTI DEVIZNOM RIZIKU

Postoje najmanje dve neistine o izvorima ekonomske izloženosti deviznom riziku. Prva neistina je da kompanija koja ostvaruje prilive i odlive gotovine samo u domaćoj valuti nije izložena deviznom riziku. Druga neistina je da su samo kompanije koje posluju na inostranom tržištu, uvoze sirovine, kupuju ili prodaju robu u inostranstvu i dr., izložene deviznom riziku, dok kompanije koje posluju samo na domaćem tržištu nisu izložene ovom riziku (prema: Sercu, 2008: 481). Jedina istina je da na visinu novčanih tokova kompanije mogu uticati kretanja deviznog kursa ako ona izvršava transakcije u stranim valutama, ostvaruje prihod u stranim valutama ili je izložena uticaju strane konkurencije. Osetljivost novčanih tokova kompanije na neočekivana kretanja deviznog kursa naziva se ekonomskom, operativnom, konkurentskom ili stratejskom izloženošću. Transakciona izloženost je podskup ekonomske izloženosti. To znači da kretanja deviznog kursa mogu uticati na novčane tokove kompanije direktno, preko transakcija koje ona izvršava u stranim valutama, i indirektno. Drugim rečima, ekonomska izloženost nastaje ne samo promenom deviznog kursa od trenutka nastanka potraživanja odnosno obaveze do trenutka njihove naplate odnosno plaćanja nego i na druge načine na koje kretanja deviznog kursa mogu uticati na novčane tokove kompanije. Transakcije koje zahtevaju konverziju valuta i tako uzrokuju transakcionu izloženost uključuju izvoze i uvoze denominovane u stranoj valuti, primanje kamate po osnovu ulaganja u inostrane finansijske instrumente i plaćanje kamate na inostrane kredite. Osim transakcione, navedene transakcije uzrokuju i ekonomsku izloženost. Ostale transakcije, kao što su, na primer, lokalne prodaje (uz postojanje strane konkurencije na lokalnim tržištima) i izvozi denominovani u lokalnoj valuti, koje ne zahtevaju konverziju valuta i, tako, ne uzrokuju transakcionu izloženost, uzrokuju samo ekonomsku izloženost jer na novčane tokove koji nastaju kao rezultat tih transakcija mogu uticati kretanja deviznog kursa. Kretanja deviznog kursa mogu imati efekat na novčane tokove iz tih transakcija iste veličine kao na novčane tokove iz transakcija koje zahtevaju konverziju valuta.

Očekuje se da će se novčani prilivi od lokalne prodaje (u valuti zemlje porekla kompanije) smanjiti ako lokalna valuta apresira jer će se kompanija suočiti sa stranom konkurencijom. Lokalni kupci biće u mogućnosti da dobiju strane supstitut proizvode jeftinije sa njihovom ojačanom valutom. Novčani prilivi od izvoza denominovanih u lokalnoj valuti će se, takođe, smanjiti ako lokalna valuta apresira, zato što će uvoznici morati da izdvoje više sredstava, izraženo u njihovoj domaćoj valuti, za plaćanje proizvoda. I novčani prilivi od izvoza denominovanih u stranoj valuti i kamata ili dividendi po osnovu ula-

ganja u inostrane finansijske instrumente, izraženo u lokalnoj valuti, smanjiće se ako lokalna valuta apresira jer će se konverzija vršiti po nižem direktno (višem indirektno) izraženom deviznom kursu. Na novčane odlive po osnovu uvoza denominovanih u lokalnoj valuti neće direktno uticati promene deviznih kurseva. Novčani odlivi po osnovu uvoza denominovanih u stranoj valuti i kamata po osnovu finansiranja u stranoj valuti, izraženo u lokalnoj valuti, smanjiće se ako lokalna valuta apresira jer će se konverzija vršiti po nižem direktno (višem indirektno) izraženom deviznom kursu. Iz izloženog je evidentno da apresijacija lokalne valute dovodi do smanjenja i novčanih priliva i novčanih odliva. Uticaj apresijacije lokalne valute na neto novčani tok kompanije zavisice od toga da li je uticaj veći na transakcije koje generišu prilive ili transakcije koje generišu odlive. Ako je uticaj apresijacije lokalne valute veći na transakcije koje generišu odlive nego na transakcije koje generišu prilive (na primer, kompanija se bavi prodajom proizvoda na lokalnom tržištu, a finansijska sredstva i sirovine pribavlja na inostranom tržištu i za njih plaća u stranoj valuti), pozitivan neto novčani tok će se povećati odnosno negativan neto novčani tok će se smanjiti (kompanija će ostvariti korist od apresijacije lokalne valute). U obrnutoj situaciji (na primer, kompanija se bavi izvozom proizvoda čije cene su iskazane u stranoj valuti, a finansijska sredstva i sirovine pribavlja na lokalnom tržištu i za njih plaća u lokalnoj valuti), pozitivan neto novčani tok će se smanjiti odnosno negativan neto novčani tok će se povećati (kompanija će imati štetu od apresijacije lokalne valute) (prema: Wang, 2005: 290–292).

Uticaj depresijacije lokalne valute na novčane tokove kompanije biće suprotan uticaju koji ima apresijacija. Naime, očekuje se da će se novčani prilivi od lokalne prodaje (u valuti zemlje porekla kompanije) povećati ako lokalna valuta depresira jer će kompanija biti izložena manjem uticaju strane konkurencije. Cene iskazane u jakim stranim valutama činiće se visokim kada se izraze u

lokalnoj valuti. Novčani prilivi od izvoza denominovanih u lokalnoj valuti će se, takođe, povećati ako lokalna valuta depresira, zato što će uvoznici morati da izdvoje manje sredstava, izraženo u njihovoj domaćoj valuti, za plaćanje proizvoda. I novčani prilivi od izvoza denominovanih u stranoj valuti i kamata ili dividendi po osnovu ulaganja u inostrane finansijske instrumente, izraženo u lokalnoj valuti, povećaće se ako lokalna valuta depresira jer će se konverzija vršiti po većem direktno (nižem indirektno) izraženom deviznom kursu. Na novčane odlive po osnovu uvoza denominovanih u lokalnoj valuti, kako je ranije već navedeno, neće direktno uticati promene deviznih kurseva. Novčani odlivi po osnovu uvoza denominovanih u stranoj valuti i kamata po osnovu finansiranja u stranoj valuti, izraženo u lokalnoj valuti, povećaće se ako lokalna valuta depresira jer će se konverzija vršiti po većem direktno (nižem indirektno) izraženom deviznom kursu. Iz izloženog je evidentno da depresijacija lokalne valute dovodi do povećanja i novčanih priliva i novčanih odliva. Uticaj depresijacije lokalne valute na neto novčani tok kompanije zavisice od toga da li je uticaj veći na transakcije koje generišu prilive ili transakcije koje generišu odlive. Ako je uticaj depresijacije lokalne valute veći na transakcije koje generišu prilive nego na transakcije koje generišu odlive (na primer, kompanija se bavi izvozom proizvoda čije cene su iskazane u stranoj valuti, a finansijska sredstva i sirovine pribavlja na lokalnom tržištu i za njih plaća u lokalnoj valuti), pozitivan neto novčani tok će se povećati odnosno negativan neto novčani tok će se smanjiti (kompanija će ostvariti korist od depresijacije lokalne valute). U obrnutoj situaciji (na primer, kompanija se bavi prodajom proizvoda na lokalnom tržištu, a finansijska sredstva i sirovine pribavlja na inostranom tržištu i za njih plaća u stranoj valuti), pozitivan neto novčani tok će se smanjiti odnosno negativan neto novčani tok će se povećati (kompanija će imati štetu od depresijacije lokalne valute) (prema: Wang, 2005: 290–292).

Tabela 1. Ekonomska izloženost fluktuacijama deviznog kursa

Transakcije koje utiču na prilive kompanije u lokalnoj valuti	Uticaj apresijacije lokalne valute na transakcije	Uticaj depresijacije lokalne valute na transakcije
Lokalne prodaje (uz postojanje strane konkurencije na lokalnim tržištima)	Smanjenje	Povećanje
Izvozi denominovani u lokalnoj valuti	Smanjenje	Povećanje
Izvozi denominovani u stranoj valuti	Smanjenje	Povećanje
Primljene kamate od ulaganja u inostrane finansijske instrumente	Smanjenje	Povećanje
Transakcije koje utiču na odlive kompanije u lokalnoj valuti		
Uvozi denominovani u lokalnoj valuti	Nema promene	Nema promene
Uvozi denominovani u stranoj valuti	Smanjenje	Povećanje
Plaćene kamate po osnovu finansiranja u stranoj valuti	Smanjenje	Povećanje

Izvor: Madura, J., *International Financial Management*, Thomson South-Western, USA, 2008, str. 291.

2. DETERMINANTE EKONOMSKE IZLOŽENOSTI DEVIZNOM RIZIKU

Za razliku od transakcione, ekonomska izloženost se ne može odrediti samo na osnovu podataka koji su sadržani u finansijskim izveštajima kompanije. „Determinante ekonomske izloženosti kompanije su i:

- struktura tržišta na kojem kompanija pribavlja svoje inpute (radna snaga, sirovine i materijali) i prodaje svoje proizvode i

- sposobnost kompanije da ublaži uticaj promena deviznog kursa menjanjem tržišta na kojem plasira svoje proizvode, proizvodnog miksa i porekla resursa.“ (Eun, Resnick, 2012: 236)

Ako, na primer, filijala strane kompanije uvozi proizvode matične kompanije i prodaje ih na lokalnom tržištu i ako dođe do apresijacije valute zemlje porekla matične kompanije, cene proizvoda izražene u lokalnoj valuti će porasti. Ako je filijala izložena konkurenciji domaćih kompanija, ona ne može povećati cene svojih proizvoda, a da to ne dovede do pada obima prodaje. Prema tome, apresijacija

valute zemlje porekla matične kompanije izazvaće pad profita filijale i visok stepen ekonomske izloženosti matične kompanije. Ako je pak filijala izložena konkurenciji stranih kompanija koje potiču iz iste zemlje kao i matična kompanija konkretne filijale, ona može povećati cene svojih proizvoda, a da to ne dovede do pada obima prodaje. U ovom slučaju, apresijacija valute zemlje porekla matične kompanije izazvaće vrlo brzo porast profita filijale, ali ne i ekonomsku izloženost matične kompanije.

Promene nominalnih deviznih kurseva neće uvek uticati na konkurentsku poziciju kompanije. Ako je stopa inflacije u zemlji porekla matične kompanije niža od stope inflacije u zemlji u kojoj njena filijala prodaje njene proizvode i ako valuta zemlje porekla matične kompanije apresira za iznos razlike u stopama inflacije u dvema zemljama, matična kompanija neće biti subjekat ekonomske izloženosti deviznom riziku. Ovo stoga što će cene proizvoda i filijale strane kompanije i lokalnih kompanija porasti za isti procenat. Cene proizvoda filijale strane kompanije porašće za procenat koji se dobije kao zbir stope inflacije i stope apresijacije valute zemlje porekla matične kompanije. Cene proizvoda lokalnih kompanija porašće za procenat jednak stopi inflacije u zemlji. Ako pak valuta zemlje porekla matične kompanije apresira za iznos veći od razlike u stopama inflacije u dvema zemljama, proizvodi filijale matične kompanije biće skuplji od proizvoda lokalnih kompanija, konkurentska pozicija matične kompanije će se pogoršati i stepen ekonomske izloženosti matične kompanije će se povećati (prema: Eun, Resnick, 2012: 237).

„Uopšteno govoreći, visok stepen ekonomske izloženosti kompanije postojaće kada je ili trošak ili cena osetljiva na promene deviznog kursa. Kada su, sa druge strane, i trošak i cena osetljivi ili neosetljivi na promene deviznog kursa, ekonomska izloženost kompanije biće jednaka nuli. Polazeći od postojeće tržišne strukture, stepen ekonomske izloženosti kompanije zavisi od sposobnosti matične kompanije da stabilizuje novčane tokove pre promena deviznog kursa.“ (Moosa, 2003: 85) Novčani tokovi se mogu stabilizovati nabavkom na lokalnom tržištu sirovina, materijala ili poluproizvoda čije će cene izražene u valuti zemlje porekla matične kompanije biti niže nakon što valuta apresira. Alternativno, novčani tokovi se mogu stabilizovati realokacijom procesa proizvodnje na lokalno tržište i korišćenjem lokalne radne snage i nabavljanjem inputa na lokalnom tržištu, čineći tako troškove neosetljivim na promene deviznog kursa. Drugim rečima, fleksibilnost kompanije u pogledu lokacije proizvodnje, porekla resursa i strategije finansijskog hedžinga je važna determinanta njene ekonomske izloženosti deviznom riziku.

3. MERENJE EKONOMSKE IZLOŽENOSTI DEVIZNOM RIZIKU

Ekonomska izloženost može se izmeriti izračunavanjem procentualne promene neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti kompanije za datu procentualnu promenu deviznog kursa. Za merenje ekonomske izloženosti mogu se primeniti sledeći metodi:

- analiza osetljivosti i
- regresiona analiza.

Analiza osetljivosti podrazumeva ispitivanje kako različiti scenariji u pogledu vrednosti deviznog kursa utiču na pojedinačne kategorije prihoda i troškova. Na kompaniju koja ima više (manje) troškova nego prihoda u stranoj valuti će nepovoljno (povoljno) uticati jačanje, a povoljno (nepovoljno) uticati slabljenje strane valute.

Regresiona analiza podrazumeva ispitivanje osetljivosti novčanog toka na devizni kurs na osnovu istorijskih podataka primenom re-

gresione jednačine oblika $Y=a+bX+\epsilon$. Regresionom analizom ocenjeni regresioni koeficijent b meri osetljivost novčanog toka na devizni kurs u prethodnom periodu. Ako je regresioni koeficijent b pozitivan i signifikantan, novčani tokovi (prilivi i odlivi) kompanije i vrednost strane valute kreću se u istom smeru. Ako je regresioni koeficijent b negativan i signifikantan, novčani tokovi (prilivi i odlivi) kompanije i vrednost strane valute kreću se u suprotnom smeru. Ako se ne očekuje značajna promena poslovne aktivnosti kompanije, može se očekivati da će u budućnosti osetljivost novčanog toka kompanije na devizni kurs biti slična osetljivosti utvrđenoj primenom regresione analize. Regresiona analiza može se primenjivati za ocenjivanje osetljivosti novčanog toka kompanije na vrednosti više stranih valuta. U tom slučaju, osetljivost na vrednost svake pojedinačne valute ocenjuje se na osnovu različitih regresionih koeficijenata. Osetljivost novčanog toka kompanije na veliki broj stranih valuta može se utvrditi ocenjivanjem regresionog koeficijenta za valutni indeks.

4. UPRAVLJANJE EKONOMSKOM IZLOŽENOŠĆU DEVIZNOM RIZIKU

„Za razliku od hedžinga transakcione i translacione izloženosti, hedžing ekonomske izloženosti je vrlo težak, ako ne i nemoguć, iz nekoliko razloga. Prvo, efekti ekonomske izloženosti dosežu daleko zato što ona može promeniti konkurentnost kompanije na mnogim tržištima i u mnogim proizvodima. Dalje, kompanija se uvek suočava sa ekonomskim rizicima od konkurencije. Konačno, kada su zasnovani na kretanju vrednosti stranih valuta, rizici su dugoročni, teško ih je kvantifikovati i njima se ne može upravljati samo tehnikama finansijskog hedžinga.“ (Kim, Kim, 2006: 233) Menadžment ekonomske izloženosti je dizajniran tako da neutrališe uticaj neočekivanih promena deviznog kursa na neto novčane tokove. Kompanija može koristiti sledeće strategije za upravljanje ekonomskom izloženosti:

- cenovna politika,
- finansijski hedžing,
- podela rizika,
- pozicioniranje proizvodnje na mes tima gde su niski troškovi,
- fleksibilna politika pribavljanja resursa,
- diversifikacija tržišta,
- finansiranje iz inostranih izvora,
- proizvodna diferencijacija i istraživačko-razvojni napori i
- promena poslovnih aktivnosti drugih poslovnih jedinica.

Cenovna politika – Ako filijala strane kompanije prodaje proizvode matične kompanije na lokalnom tržištu i lokalna valuta depresira u odnosu na valutu zemlje porekla matične kompanije, filijala može pokušati da poveća svoju konkurentnost smanjivanjem svojih cena. Iako ova strategija može osigurati zadržavanje tržišnog učešća, snižavanje cena uzrokuje smanjivanje prihoda i novčanih priliva. Prema tome, ova strategija ne eliminiše potpuno ekonomsku izloženost. I pored toga, ova strategija je opravdana, posebno ako filijala može da definiše relativno visoke cene u periodima kada je lokalna valuta jaka, a tada kupci u zemlji porekla matične kompanije moraju da plate više cene za proizvode poreklom iz zemlje porekla filijale. Dakle, ova strategija omogućava filijali da generiše abnormalno visoke novčane prilive u periodu kada je lokalna valuta jaka i tako kompenzuje abnormalno niske novčane prilive u periodu kada je lokalna valuta slaba (videti više: Buckley, 2004: 218–220).

Finansijski hedžing – Finansijski hedžing se može primeniti s ciljem stabilizovanja novčanih tokova kompanije. Treba istaći da su postojeći finansijski ugovori dizajnirani tako da omogućavaju zaštitu od rizika promene nominalnih, a ne realnih deviznih kurseva. S obzirom na to da na konkurentsku poziciju kompanije utiču promene realnih deviznih kurseva, finansijski ugovori mogu obezbediti, u najboljem slučaju, aproksimativni hedžing ekonomske izloženosti. Takođe, ako je operativni hedžing skup ili nepraktičan, hedžing pomoću finansijskih ugovora je fleksibilan i ekonomičan način upravljanja izloženosti deviznom riziku. Nedostatak finansijskog hedžinga je kratkotrajno dejstvo. Finansijski ugovori pružaju zaštitu samo u periodu trajanja ugovora, a ekonomska izloženost traje neograničeno. Prema tome, finansijski instrumenti ne omogućavaju kontinuirani hedžing ekonomske izloženosti.

Podela rizika – Podela rizika je konvencionalni pristup upravljanju rizikom koji zahteva angažman partnera između kojih je uspostavljen dugoročni poslovni odnos. Naime, partneri se unapred sporazumevaju da na dan dospeća obaveze za plaćanje uvoznik izvrši plaćanje izvozniku uvažavajući u trenutku plaćanja preovlađujući devizni kurs ako je on u granicama definisanog raspona. Takođe, partneri se sporazumevaju da, ako u trenutku plaćanja devizni kurs bude izvan unapred definisanog raspona, podele razliku u visini obaveze uzrokovanu promenom deviznog kursa bez obzira na to u kojem pravcu je devizni kurs odstupio u odnosu na tolerantni raspon. Na taj način, partneri u transakciji dele devizni rizik.

Pozicioniranje proizvodnje na mestima gde su niski troškovi – Ako je domaća valuta jaka ili se očekuje da postane jaka, konkurentna pozicija kompanije slabi. Kao odgovor na slabljenje konkurentne pozicije, kompanija može premestiti proizvodnju u zemlju u kojoj su troškovi niski, bilo zbog potcenjenosti valute ili zbog potcenjenosti faktora proizvodnje. Takođe, kompanija može realocirati proizvodnju u više zemalja sa ciljem upravljanja efektima promena deviznih kurseva. Međutim, povećavajući njenu cenu proizvodnje, realokacija proizvodnje u više zemalja može onemogućiti kompaniju da ostvari prednost po osnovu ekonomije obima. Viša cena proizvodnje može delimično kompenzovati pozitivne efekte od pozicioniranja proizvodnje na više različitih mesta.

Fleksibilna politika pribavljanja resursa – Ako je proizvodnja locirana na domaćem tržištu i ako je domaća valuta jaka ili se očekuje da postane jaka, kompanija može znatno smanjiti nepovoljan uticaj promena deviznog kursa na troškove proizvodnje i novčane tokove fleksibilnijom politikom pribavljanja resursa, tj. pribavljanjem resursa sa tržišta na kojima su im cene niže (cene inputa su niske na tržištima na kojima je lokalna valuta slabija u odnosu na valutu zemlje porekla kompanije). Međutim, treba voditi računa o tome da bi ukupni troškovi nabavke materijala sa inostranog tržišta mogli biti veći od troškova nabavke materijala na domaćem tržištu, posebno kada se uzmu u obzir troškovi transporta. Fleksibilnost politike pribavljanja resursa ne treba ograničiti samo na materijale i poluproizvode. Kompanija može, takođe, angažovati jeftinu radnu snagu iz stranih zemalja umesto skupih domaćih radnika da bi sačuvala konkurentnost.

Diversifikacija tržišta – Diversifikacija tržišta podrazumeva prodaju proizvoda na što je moguće više tržišta. Diversifikacijom tržišta će smanjena prodaja na tržištu u odnosu na čiju valutu je valuta zemlje porekla prodavca apresirala biti kompenzovana povećanom prodajom na tržištu u odnosu na čiju valutu je valuta zemlje porekla prodavca depresirala. Novčani tokovi prodavca biće mnogo stabilniji nego što bi bili u slučaju prodaje proizvoda na samo jednom stranom tržištu. Sve dok se devizni kursevi ne kreću u istom smeru, kompanija može stabilizovati operativne novčane tokove diversifikacijom izvoznog tržišta. Kompanija može smanjiti izloženost

deviznom riziku i diversifikacijom poslovne aktivnosti. Smatra se da izloženost kompanije kao celine ne mora biti signifikantna čak i ako je svaka pojedinačna poslovna aktivnost izložena deviznom riziku u određenom stepenu. Međutim, kompanija ne bi trebalo da ulazi u nove poslovne aktivnosti samo da bi diversifikovala devizni rizik jer konglomeratska ekspanzija može doneti sa sobom neefikasnost i gubitke (prema: Eun, Resnick, 2012: 240).

Finansiranje iz inostranih izvora – Finansiranje iz inostranih izvora omogućava međusobno kompenzovanje negativnog (pozitivnog) efekta jačanja (slabljenja) strane valute zaduženja u odnosu na valutu zemlje porekla kompanije na otplatu duga i pozitivnog (negativnog) efekta na prihod od prodaje proizvoda na tržište zemlje valute zaduženja. Ova strategija je efektivnija od cenovne politike jer omogućava međusobno kompenzovanje pozitivnih i negativnih efekata slabljenja strane valute u istom periodu (kod cenovne politike negativni efekti slabljenja strane valute biće kompenzovani u periodu kada strana valuta ojača). Primena ove strategije ima nekoliko ograničenja. Prvo, strategija ima smisla samo kada je kompaniji potrebno finansiranje iz pozajmljenih izvora. Kompanija ne bi trebalo da se zadužuje samo radi hedžinga ekonomske izloženosti. Drugo, strategija nije poželjna za kompaniju kada je inostrana kamatna stopa vrlo visoka. Iako zaduživanjem u stranoj valuti može smanjiti ekonomsku izloženost, kompanija neće biti spremna da sprovede hedžing uz znatno višu kamatnu stopu nego „kod kuće“. Treće, strategija najčešće ne omogućava perfektni hedžing ekonomske izloženosti. Čak i ako je kompaniji potrebno finansiranje iz pozajmljenih izvora i ako je kamatna stopa zaračunata na inostrani kredit niska, sprovođenje hedžinga primenom ove strategije zahteva utvrđivanje iznosa zaduživanja potrebnog za hedžing ekonomske izloženosti. Iznos zaduživanja u stranoj valuti potreban za potpuni hedžing ekonomske izloženosti može premašiti iznos finansiranja iz pozajmljenih izvora koji je kompaniji potreban.

Proizvodna diferencijacija i istraživačko-razvojni napor – Ulaganje u istraživačko-razvojne aktivnosti omogućava kompaniji da zadrži i ojača svoju konkurentsku poziciju uoči nepovoljnih kretanja deviznog kursa. Uspešni istraživačko-razvojni napor omogućavaju kompaniji da smanji troškove i poveća produktivnost. Pored toga, istraživačko-razvojni napor mogu dovesti do uvođenja novih i jedinstvenih proizvoda za koje konkurencija ne nudi bliske supstitute. S obzirom na to da je tražnja za jedinstvenim proizvodima visoko neelastična, kompanija bi bila manje izložena deviznom riziku. Istovremeno, kompanija bi trebalo da nastoji da kreira percepciju među kupcima da su njeni proizvodi zaista različiti od proizvoda koje nude konkurenti. Jednom kada proizvod kompanije stekne epitet jedinstvenosti, tražnja za njim biće manje cenovno elastična.

Promena poslovnih aktivnosti drugih poslovnih jedinica – Promena poslovnih aktivnosti drugih poslovnih jedinica vrši se s ciljem efektivnijeg hedžinga ekonomske izloženosti celokupne kompanije. Na primer, ako hedžing jedne poslovne jedinice zahteva zaduživanje u stranoj valuti u većem iznosu nego što je potrebno poslovnoj jedinici, vrhovni menadžment kompanije može doneti odluku da se druge poslovne jedinice zaduže u stranoj valuti u visini razlike između potrebnog za hedžing i potrebnog za finansiranje poslovne aktivnosti konkretne poslovne jedinice. Problem u sprovođenju ove strategije može nastati ako tim drugim poslovnim jedinicama nije potrebno zaduživanje u stranoj valuti i ako se menadžment poslovnih jedinica nagrađuje prema ostvarenim performansama. Ovo stoga što se troškovi otplate duga povećavaju ako valuta zaduženja ojača u odnosu na domaću valutu. Navedeni problem se može rešiti odlukom vrhovnog menadžmenta da se iz formule za obračun naknade menadžmentu poslovnih jedinica isključe hedžing aktivnosti. U tom slučaju, menadžment poslovnih jedinica biće spremniji da se uključi

u sprovođenje hedžinga ekonomske izloženosti konkretne poslovne jedinice (prema: Madura, 2008: 355).

Da bi smanjila svoju ekonomsku izloženost, multinacionalna kompanija može, takođe, restrukturirati svoju poslovnu aktivnost. Restrukturiranje poslovne aktivnosti podrazumeva premeštanje izvora prihoda i troškova na druge lokacije sa ciljem usklađivanja novčanih priliva i odliva u stranim valutama. Način restrukturiranja poslovne aktivnosti kompanije sa ciljem smanjivanja ekonomske izloženosti deviznom riziku zavisi od forme izloženosti. Ako su budući troškovi osetljiviji na promenu deviznog kursa nego budući prihodi, ekonomska izloženost se može smanjiti povećavanjem osetljivosti prihoda i smanjivanjem osetljivosti troškova na kretanja deviznog kursa. Ako su, sa druge strane, budući prihodi osetljiviji na promenu deviznog kursa nego budući troškovi, ekonomska izloženost se može smanjiti povećavanjem osetljivosti troškova i smanjivanjem osetljivosti prihoda na kretanja deviznog kursa. Neke vrste prihoda i/ili troškova mogu biti osetljivije na promene deviznih kurseva od ostalih. Stoga, prosto usklađivanje nivoa prihoda i troškova osetljivih na devizne kurseve nekad ne osigurava potpunu zaštitu kompanije od deviznog rizika. Kompanija najbolje može oceniti nameravano restrukturiranje poslovne aktivnosti predviđanjem mogućih vrednosti deviznog kursa i, potom, ocenjivanjem osetljivosti novčanih tokova na te različite vrednosti.

Restrukturiranje poslovne aktivnosti sa ciljem smanjivanja ekonomske izloženosti je kompleksnije od hedžinga transakcije u stranoj valuti. To je razlog zašto se upravljanje ekonomskom izloženošću percipira težim nego upravljanje transakcionom izloženošću. Takođe, upravljanjem ekonomskom izloženošću kompanija razvija dugoročno rešenje budući da, kada se restrukturiranje jednom okonča, ono bi trebalo da smanji ekonomsku izloženost u dugom periodu. Hedžing transakcije izloženosti, sa druge strane, vrši se za svaku dolazeću transakciju u stranoj valuti pojedinačno. Treba istaći, takođe, i to da bi „brisanje“ već sprovedenog i sprovedenje kontrarestrukturiranja sa ciljem smanjivanja ekonomske izloženosti moglo biti vrlo skupo. Zato multinacionalne kompanije moraju biti potpuno sigurne u potencijalne koristi pre nego što donesu odluku da restrukturiraju poslovne aktivnosti (videti više: Madura, 2008: 348–351).

ZAKLJUČAK

Da bi ocenila stepen ekonomske izloženosti, multinacionalna kompanija treba da ima u vidu da se, za razliku od transakcije, ova izloženost ne može odrediti samo na osnovu podataka koji su sadržani u finansijskim izveštajima kompanije. Pored njih, determinante ekonomske izloženosti kompanije su i struktura tržišta na kojem kompanija pribavlja svoje inpute (radna snaga, sirovine i materijali) i prodaje svoje proizvode i sposobnost kompanije da ublaži uticaj promena deviznog kursa menjanjem tržišta na kojem plasira svoje

proizvode, proizvodnog miksa i porekla resursa. Ekonomska izloženost može se izmeriti izračunavanjem procentualne promene neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti kompanije za datu procentualnu promenu deviznog kursa. Za merenje ekonomske izloženosti mogu se primeniti analiza osetljivosti i regresiona analiza. Kada izmeri stepen ekonomske izloženosti deviznom riziku, menadžment multinacionalne kompanije mora pažljivo birati hedžing tehniku da bi osigurao efektivnost hedžinga. Smanjivanje ili eliminisanje ekonomske izloženosti može se postići adekvatnom cenovnom politikom, finansijskim hedžingom, podelom rizika, pozicioniranjem proizvodnje na mestima gde su niski troškovi, fleksibilnom politikom pribavljanja resursa, diversifikacijom tržišta, finansiranjem iz inostranih izvora, proizvodnom diferencijacijom i istraživačko-razvojnim naporima i promenom poslovnih aktivnosti drugih poslovnih jedinica. Da bi smanjila svoju ekonomsku izloženost, multinacionalna kompanija može, takođe, restrukturirati svoju poslovnu aktivnost. Restrukturiranje poslovne aktivnosti podrazumeva premeštanje izvora prihoda i troškova na druge lokacije sa ciljem usklađivanja novčanih priliva i odliva u stranim valutama. Način restrukturiranja poslovne aktivnosti kompanije sa ciljem smanjivanja ekonomske izloženosti deviznom riziku zavisi od forme izloženosti.

IZVORI

1. Buckley, A., *Multinational Finance*, Prentice Hall, Boston, 2004.
2. Eiteman, D. K., Stonehill, A. I., Moffett, M. H., *Multinational Business Finance*, John Wiley & Sons, England, 2001.
3. Eun, C. S., Resnick, B. G., *International Financial Management*, McGraw Hill, Irwin, New York, 2012.
4. Homaifar, G. A., *Managing Global Financial and Foreign Exchange Rate Risk*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2004.
5. Kim, S., Kim, S. H., *Global Corporate Finance*, Blackwell Publishing, USA, 2006.
6. Madura, J., *International Financial Management*, Thomson South-Western, USA, 2008.
7. Moffett, M. H., Stonehill, A. I., Eiteman, D. K., *Fundamentals of Multinational Finance*, Prentice Hall, 2009.
8. Moosa, I. A., *International Financial Operations: Arbitrage, Hedging, Speculation, Financing and Investment*, Palgrave Macmillan, USA, 2003.
9. Sercu, P., *International Finance: Putting Theory to Practice*, Piet Sercu, Belgium, 2008.
10. Wang, P., *The Economics of Foreign Exchange and Global Finance*, Springer, Berlin, Boston, 2005.