Rafał Nagaj

Ryzyko kursowe w działalności przedsiębiorstw w Polsce

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 32/1, 91-110

2013

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.

MUZEUM HISTORII POLSKI

STUDIA I PRACE WYDZIAŁU NAUK EKONOMICZNYCH I ZARZĄDZANIA NR 32

Rafał Nagaj
Uniwersytet Szczeciński

RYZYKO KURSOWE W DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE

Streszczenie

Zawirowania na rynkach finansowych i wahania koniunkturalne powodują dużą zmienność kursów walut, zwłaszcza w państwach rozwijających się. Z tego względu ryzyko kursowe jest jednym z istotnych czynników uwzględnianych w działalności przedsiębiorstw, prowadzących działalność na rynkach międzynarodowych. W artykule przedstawiono, w jaki sposób i przy pomocy jakich strategii przedsiębiorstwa mogą zabezpieczać się przed ryzykiem kursowym, ograniczać je bądź eliminować. Ukazano również, jakie instrumenty były wykorzystywane w Polsce przez przedsiębiorstwa w latach 2004–2010, by zabezpieczać się przed ryzykiem walutowym.

Słowa kluczowe: kurs walutowy, ryzyko kursowe, zarządzanie ryzykiem kursowym

Wprowadzenie

Niepokoje na rynkach finansowych i wahania koniunkturalne powodują dużą zmienność kursów walut, zwłaszcza w państwach rozwijających się. Z tego względu ryzyko kursowe, zwłaszcza w okresie recesji, jest jednym z istotnych czynników w działalności przedsiębiorstw, prowadzących działalność na rynkach międzynarodowych, i stanowi jedną z barier rozwoju wymiany handlowej. Chcąc uniknąć czy zredukować niekorzystne skutki znacznych zmian w poziomie kursu walutowego dla wyniku finansowego przedsiębiorstw,

niezbędne jest stosowanie instrumentów pochodnych bądź prowadzenie hedgingu za pomocą tak zwanych metod naturalnych, to znaczy poza rynkiem finansowym.

Celem artykułu jest przedstawienie na przykładzie przedsiębiorstw w Polsce, przy pomocy jakich instrumentów i strategii przedsiębiorstwa mogą zabezpieczać się przed ryzykiem kursowym, ograniczać je bądź eliminować. Temu celowi podporządkowana jest struktura pracy. W pierwszej części omówiono istotę ryzyka kursowego, po czym przeanalizowane zostały podstawowe instrumenty wykorzystywane do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym. W części empirycznej natomiast przedstawiono, w jaki sposób przedsiębiorstwa w Polsce zabezpieczają się przed zmianami kursu walutowego. Źródłem informacji w pracy są przede wszystkim dane publikowane przez Narodowy Bank Polski, Bank Rozrachunków Międzynarodowych oraz Główny Urząd Statystyczny. Ponadto autor korzystał z danych wtórnych zawartych w publikacjach naukowych.

Pojęcie ryzyka kursowego

Działalność gospodarcza niesie ze sobą duże ryzyko. Dla przedsiębiorstw prowadzących rozliczenia w walutach obcych jednym z największych zagrożeń jest ryzyko kursowe, zwane także walutowym. Dotyczy ono przede wszystkim eksporterów, importerów, międzynarodowych koncernów oraz podmiotów zaciągających kredyty w walucie obcej czy finansujących inwestycje tymi środkami.

W celu zrozumienia pojęcia ryzyka kursowego należy zacząć od wyjaśnienia znaczenia ryzyka w ogóle. Jest to sytuacja, w której decyzja, którą podejmujemy, wiąże się z możliwością uzyskania efektów niezgodnych z naszymi oczekiwaniami. Ryzyko zazwyczaj interpretuje się jako możliwość poniesienia straty czy mniejszych zysków albo działanie, które może zakończyć się niepowodzeniem. Pojęcia ryzyka nie można mylić z niepewnością. W przypadku ryzyka istnieje możliwość oszacowania prawdopodobieństwa jego wystąpienia, natomiast z niepewnością mamy do czynienia, gdy brak jest możliwości oszacowania prawdopodobieństwa negatywnych skutków danego zdarzenia. Niepewność jest to brak dostępnych informacji, natomiast ryzyko można wycenić i obliczyć, jaki niesie ono ze sobą skutek finansowy.

Ryzyko najczęściej dzieli się na ryzyko systemowe i specyficzne[1]. Zaś z punktu widzenia przedsiębiorstwa i jego uczestnictwa w rynku kapitałowym ryzyko dzieli się na[2]:

- rynkowe,
- kredytowe,
- operacyjne,
- biznesowe,
- prawne.

Wśród wymienionych rodzajów ryzyka zewnętrznymi, czyli takimi, na które przedsiębiorstwo nie ma wpływu i może jedynie zabezpieczać się przed ich skutkami, są: **ryzyko rynkowe** i **prawne**. Ryzyko rynkowe związane jest ze zmianą otoczenia makroekonomicznego, zaś ryzyko prawne z wprowadzeniem uregulowań zmieniających warunki prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwo. Znacznie częściej przedsiębiorstwo narażone jest na **ryzyko rynkowe**, gdyż zmiana otoczenia ekonomicznego i wahania koniunkturalne to podstawowa cecha każdej gospodarki na świecie. Prawo natomiast uchwalane jest zazwyczaj na długi okres, co powoduje, że ryzyko prawne rzadziej występuje, choć może mocniej wpływać na warunki gospodarowania. W ramach ryzyka rynkowego podstawowymi czynnikami ryzyka są: wahania kursowe, zmiany stóp procentowych i cen towarów, płynność instrumentów finansowych. Jednym z najważniejszych, zwłaszcza dla przedsiębiorstw rozliczających swoje transakcje lub mających aktywa w walutach obcych, jest **ryzyko kursowe**. Jest ono o tyle istotne, o ile może spowodować, że wartość aktywów, którymi dysponuje przedsiębiorstwo, lub przepływy pieniężne, które ma ono otrzymać, mogą zmieniać się o kilkadziesiąt procent w danym okresie.

Ryzyko kursowe, zwane także walutowym czy kursu walutowego, można zdefiniować jako możliwość spadku należności bądź wzrostu należności w wyniku zmian kursów walutowych. Doświadczenia Polski i duże wahania kursu złotego wskazują, że ryzyko związane ze zmianą kursu walutowego może być bardzo duże, zwłaszcza w okresie, gdy rynki finansowe są niestabilne bądź gospodarka światowa jest w okresie recesji czy spowolnienia. Występowanie ryzyka kursu walutowego sprawia, że przedsiębiorstwa rozliczające się w walu-

---

[1] Zob. C.A. Kulp, *Casualty insurance*, Ronald Press, New York 1928, s. 4–7.

[2] W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 23.

tach obcych muszą liczyć się z tego typu zagrożeniem. Niestabilny poziom kursu walutowego może oddziaływać na przedsiębiorstwo w różnoraki sposób. Wahania kursowe wpływają na przychody, jakie uzyskuje eksporter ze sprzedaży towarów i usług, ceny, jakie musi płacić importer za kupowane towary na rynku międzynarodowym czy surowce niezbędne do produkcji dóbr, które muszą być importowane. Ryzyko kursowe wpływa na możliwość wystąpienia mniejszych należności lub większych zobowiązań.

Ryzyko kursowe bardzo często wiąże się również z kosztem kredytu, który przedsiębiorstwa muszą spłacać. Znaczne różnice w oprocentowaniu kredytów złotowych i denominowanych w walutach obcych spowodowały, że wiele przedsiębiorstw korzysta z kredytów walutowych (były one chętnie udzielane przez banki zwłaszcza przed kryzysem finansowym). Podobnie jak osoby fizyczne, które na masową skalę zaciągały kredyty hipoteczne w euro, a w przeszłości we frankach szwajcarskich, również przedsiębiorstwa chętnie korzystały i korzystają z tych możliwości. Deprecjacja złotówki od połowy 2008 roku spowodowała jednak, że raty kredytu, które są stałe w walucie obcej, w przeliczeniu na złotówki wzrosły proporcjonalnie do zmian kursowych.

Takich sytuacji, w których wahania kursu walutowego oddziałują na finanse przedsiębiorstw, jest znacznie więcej. Ogólnie ryzyko walutowe obejmuje[3]:

- pozycje bilansu nominowane w obcej walucie,
- rzeczywiste, fizyczne zakupy oraz sprzedaż dóbr i usług, które nie zostały jeszcze zafakturowane,
- transakcje kupna i sprzedaży przyszłych okresów,
- rachunki i płatności w obcych walutach, które pojawiają się, jeśli dojdzie do zawarcia transakcji handlowej.

Działalność przedsiębiorstwa na rynku międzynarodowym lub krajowym, gdzie część transakcji denominowana jest w walutach obcych, powoduje, że wynik finansowy może z powodu wahań kursowych ulegać istotnym zmianom. Biorąc pod uwagę skutki, jakimi obciąża się wynik finansowy przedsiębiorstwa działającego na rynku międzynarodowym, wyróżnia się ryzyka[4]:

---

[3] D. Bennet, *Ryzyko walutowe: instrumenty i strategie zabezpieczające*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 28–29, za: I. Tymoczko, *Sposoby zabezpieczania się polskich przedsiębiorstw niefinansowych przed ryzykiem kursowym*, „Bank i Kredyt" 2009, nr 3, s. 72–73.

[4] I. Sobańska, *Kontrakty długoterminowe. Przychody – koszty – wyniki*, Difin, Warszawa 2004, s. 98, za: *Finansowe instrumenty pochodne*, red. J. Grzywacz, SGH, Warszawa 2009, s. 19.

- transakcyjne,
- konwersji,
- operacyjne.

Ryzyko transakcyjne dotyczy możliwości zmiany wartości należności lub zobowiązań wynikające ze zmiany kursu walutowego przy rozliczaniu transakcji denominowanej w walucie obcej. Drugi przedstawiony rodzaj ryzyka występuje w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo posiada w swoim majątku aktywa, które trzeba przeliczać na walutę krajową. Taka sytuacja powoduje możliwość zmiany wartości składników bilansowych. Z ryzykiem operacyjnym natomiast spotykamy się, gdy przepływy pieniężne z prowadzonej działalności operacyjnej zmieniają się w wyniku wahań walutowych na rynku. Jest to bardzo istotne, zwłaszcza gdy podejmujemy działania inwestycyjne, gdyż wartość takiej inwestycji zagranicznej czy jej opłacalność może się diametralnie zmienić, gdy nastąpi nagła zmiana w cenie waluty obcej.

Istnieje możliwość zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym, jego ograniczania lub eliminowania. Ogólnie wyróżnia się trzy strategie postępowania: zabezpieczać można wszystkie transakcje walutowe, tylko niektóre z nich (selektywnie) bądź żadne. W sytuacji dużych wahań kursu najczęściej preferowane są działania dążące do ograniczenia ryzyka walutowego. Można to czynić we własnym zakresie bądź przerzucić te zadania na instytucję zewnętrzną.

Formy zabezpieczania się we własnym zakresie polegają na tym, że przedsiębiorstwo ogranicza ryzyko kursowe samodzielnie, bez korzystania z pomocy banków czy innych podmiotów zewnętrznych. Do tych form zaliczyć należy:

- kompensację,
- tworzenie rezerw,
- wybór waluty krajowej w umowie jako formy rozliczeniowej w transakcjach (importer płaci, a eksporter otrzymuje zapłatę w złotówkach),
- zaciąganie przez eksporterów zobowiązań w walucie, w której denominowane są ich przychody (najlepiej, jeśli struktura walutowa zobowiązań odpowiada strukturze walutowej przychodów z eksportu),
- klauzule waloryzacyjne czy wcześniejsze kupno waluty obcej już w momencie podpisywania umowy,
- przyśpieszone płatności, ewentualnie metoda opóźnionych płatności.

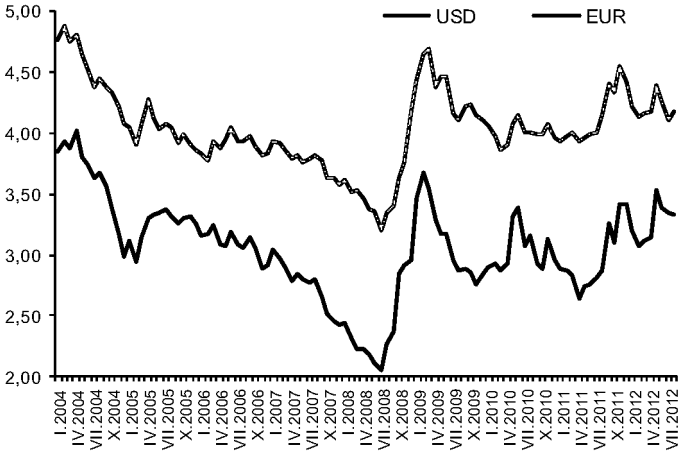
Sposoby te polegają – najkrócej mówiąc – na eliminacji waluty obcej jako waluty rozliczeniowej. Nie zawsze są to jednak korzystne decyzje. Znacznie bardziej skomplikowane, ale często skuteczniejsze jest skorzystanie z pomocy

podmiotu trzeciego i przerzucenie na niego omawianego ryzyka za odpowiednią opłatą. Najczęściej dokonuje się tego za pomocą instrumentów pochodnych, ale także faktoringu i forfaitingu.

Występowanie ryzyka walutowego w Polsce

Kryzys gospodarczy na świecie i zawirowania na rynkach finansowych powodują, że kapitał podąża za najbardziej bezpiecznymi rynkami, na czym cierpią rynki rozwijające się bądź dopiero wchodzące do grupy państw rozwiniętych. Jednym z objawów są znaczne wahania walutowe w państwach, które są postrzegane jako rozwijające się.

Rysunek 1. Kurs euro i dolara wobec złotego na koniec miesiąca w okresie styczeń 2004 – sierpień 2012



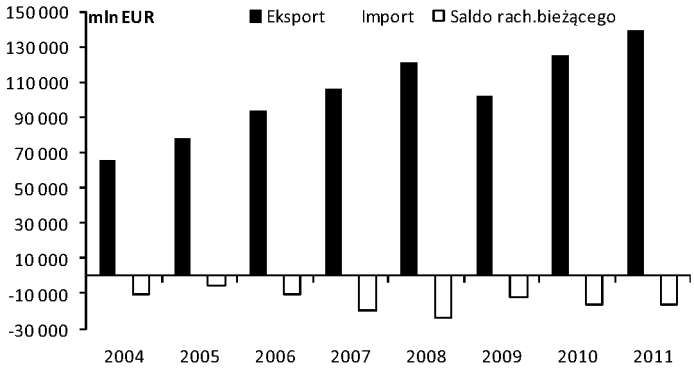
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Gospodarka Polski jest doskonałą ilustracją znacznych wahań w poziomie kursu walutowego podczas cyklu koniunkturalnego (rysunek 1). Kurs złotówki względem euro w okresie dobrej koniunktury gospodarczej i względnej stabilizacji w gospodarce światowej, to jest od momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej do lipca 2008 roku, wzrósł o około 33%. Tymczasem w ciągu kolejnych dziesięciu miesięcy spadł o ponad 45%. W stosunku do dolara wahania złotego były jeszcze większe. W okresie od maja 2004 roku do lipca 2008 roku

kurs złotego względem dolara wzrósł o 49%, zaś w okresie od końca lipca 2008 roku do końca lutego 2009 roku kurs złotego spadł o 79%. Również w latach 2011–2012, kiedy na rynkach finansowych występował niepokój spowodowany tak zwanym kryzysem zadłużenia w strefie euro, na rynku walutowym złotego obserwowane były duże wahania kursowe. W okresie kwiecień–listopad 2011 kurs euro potrafił wzrosnąć o 15,5%, a kurs dolara o 29,2%, by w ciągu kolejnych trzech miesięcy spaść odpowiednio o 9,1% i 10,3%. Reasumując, należy stwierdzić, że rynek walutowy jest na tyle niespokojny i zmienny, że nie można oczekiwać, iż w ciągu kilku miesięcy czy nawet roku kurs walutowy złotego będzie stabilny.

Ryzyko walutowe dotyczy przedsiębiorstw, które dokonują rozliczeń w walucie obcej. Najczęściej są to podmioty, które eksportują i importują dobra i usługi. Zatem im większe znaczenie odgrywa handel zagraniczny w gospodarce danego kraju i przychodach przedsiębiorstw, tym bardziej przedsiębiorstwa narażone są na ryzyko kursowe. Na rysunku 2 zaprezentowano wartość wymiany handlowej oraz saldo bilansu handlowego w Polsce w latach 2004–2011.

Rysunek 2. Wartość obrotów towarowych w Polsce w latach 2004–2011



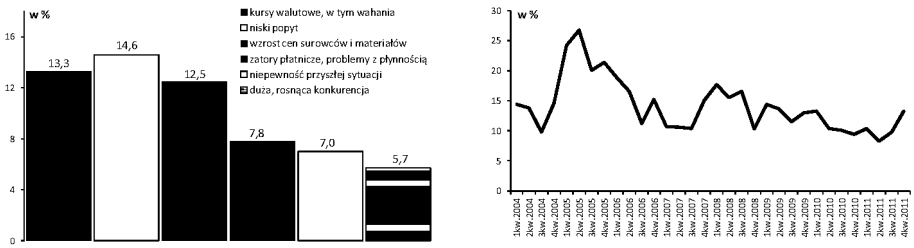
Źródło: dane dostępne na stronie internetowej NBP.

Warto zauważyć (rysunek 2), że wartość eksportu i importu w Polsce od momentu wejścia do Unii Europejskiej stale rośnie (wyjątkiem był 2009 r., kiedy wartość eksportu i importu denominowanego w euro spadła z powodu gwałtownej deprecjacji złotego). W wyniku tego wartość wymiany handlowej w 2011 roku była ponad 111% większa niż w 2004 roku (dotyczy to zarówno

eksportu, jak i importu). W 2011 roku wyniosła 139,3 mld euro (eksport) i 149,4 mld euro (import), podczas gdy w 2004 roku wyniosła odpowiednio 65,8 mld euro i 70,7 mld euro. Tak szybka dynamika eksportu i importu spowodowała, że coraz większa ilość przychodów przedsiębiorstw denominowana była w walucie obcej, a zatem narażona na ryzyko kursowe. Warto dodatkowo zauważyć, że w gospodarce Polski wpływy z eksportu nie kompensowały wydatków na import (saldo rachunku obrotów bieżących wyniosło –16 mld euro). Skutkiem tego bilans handlowy kraju, podobnie jak w przypadku rachunków walutowych pojedynczych podmiotów gospodarczych, był niezrównoważony. Jeżeli dodać jeszcze do tego, że wymiana handlowa stale ulega zwiększeniu, skutkiem czego w wielkościach nominalnych poziomy nierównowagi rosną, to nie można przechodzić obojętnie obok kwestii zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym.

Znaczne wahania kursu walutowego w powiązaniu z rosnącą wartością eksportu i importu w Polsce powodują, że coraz większa wartość należności i zobowiązań przedsiębiorstw narażona jest na ryzyko kursowe. Tym samym ryzyko kursowe może być poważną barierą rozwoju dla przedsiębiorstw eksportujących i importujących. Na rysunku 3 przedstawiono czynniki, które te przedsiębiorstwa uznają za główne bariery rozwoju oraz to, jak istotne dla nich w latach 2004–2011 było ryzyko kursowe.

Rysunek 3. Bariery rozwoju przedsiębiorstw w Polsce w IV kw. 2011 i znaczenie wahań kursowych jako bariery rozwoju w latach 2004–2011



Źródło: dane z raportów NBP nt. „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury oraz prognoza koniunktury".

Wyniki wskazują, że aż 13,3% ankietowanych w IV kwartale 2011 roku przez Narodowy Bank Polski przedsiębiorstw uznawało wahania kursowe jako barierę rozwoju. Warto zwrócić uwagę, że odsetek ten stale jest wysoki i w latach 2004–2011 wahał się w przedziale 8,3%–26,8%, co podkreśla istotność uwzględniania tego zjawiska w działalności biznesowej.

Instrumenty pochodne w zabezpieczaniu się przed ryzykiem walutowym

W celu zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym można stosować metody wewnętrzne i zewnętrzne. Metody wewnętrzne to te, w których przedsiębiorstwo samodzielnie próbuje ograniczać ryzyko kursowe, bez pomocy podmiotów zewnętrznych. Zalicza się do nich: kompensację płatności, tworzenie rezerw, korzystanie z przyśpieszonych lub opóźnionych płatności przy transakcjach denominowanych w walucie obcej, zaciąganie zobowiązań w tej samej walucie, w której otrzymuje się przychody i naliczane są należności, zakup waluty obcej w momencie podpisywania umów handlowych czy zaciągania zobowiązań. Metody zewnętrzne to te, w których przedsiębiorstwo przerzuca całość lub część ryzyka kursowego na podmiot zewnętrzny, specjalizujący się w tego typu transakcjach. Zalicza się do nich inżynierię finansową (instrumenty pochodne), faktoring oraz forfaiting.

W przypadku korzystania z podmiotów zewnętrznych w celu zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym podstawowe znaczenie mają instrumenty pochodne, do których zalicza się:

- transakcje terminowe forward,
- opcje walutowe,
- swapy.

Najbardziej powszechnymi i najprostszymi instrumentami finansowymi pozwalającymi zabezpieczyć się przedsiębiorstwu przed ryzykiem kursowym są transakcje terminowe. Transakcje forward są to umowy pomiędzy stronami polegające na kupnie lub sprzedaży waluty za inną walutę, przy czym kurs transakcji zawiera się w chwili jej zawierania, natomiast dostawa waluty następuje w ustalonym momencie w przyszłości[5]. Zaletą omawianego instrumentu

[5] W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa 1999, s. 106.

jest fakt, że przedsiębiorstwo z góry wie, po jakim kursie zostanie rozliczona transakcja i nie ponosi z tego tytułu żadnych kosztów. Wadą jest jego mała elastyczność, gdyż transakcja forward uniemożliwia skorzystanie ze zmiany kursu, który byłby dla nas satysfakcjonujący. Należy jednak pamiętać, że w dobie niespokojnych czasów, kiedy nie wiadomo, jak zachowa się waluta, często najważniejsza dla przedsiębiorstw jest stabilność, pewność stałych przychodów i niemartwienie się o to, jak zmieni się kurs waluty – dlatego transakcje forward są bardzo popularne.

Znacznie bardziej elastycznym instrumentem są opcje walutowe. Dają one nabywcy (posiadaczowi) opcji prawo, ale nie obowiązek, do zakupu lub sprzedaży określonej ilości waluty po określonym kursie (cenie realizacji), w określonym dniu w przyszłości lub przed jego upływem[6]. Prawo do realizacji opcji, bez narzuconego umową obowiązku kupna czy sprzedaży waluty, powoduje, że przedsiębiorstwo ma pełną elastyczność postępowania, niezależnie od tego, jak zmieniać się będzie kurs waluty w przyszłości. W sytuacji, gdy kurs waluty podąża w preferowanym przez przedsiębiorstwo kierunku, wówczas nie musi ono realizować kontraktu zawartego w opcji, tylko może kupić lub sprzedać walutę na rynku po kursie bieżącym. Z opcji korzystamy tylko wtedy, gdy obecny na rynku kurs waluty jest dla nas niekorzystny. Opcje walutowe pozwalają zatem wyeliminować wadę transakcji forward.

Jak wspomniano, opcje dają prawo do kupna lub sprzedaży opcji, dlatego wyróżnia się opcje walutowe sprzedaży (opcje *put*) i kupna (opcje *call*). Istotą opcji *put* jest prawo posiadacza takiej opcji do sprzedaży waluty po określonym kursie wykonania, tymczasem opcja *call* daje prawo do zakupu waluty po cenie ustalonej z góry w dniu negocjacji. Zatem jeżeli przedsiębiorstwo planuje inwestycje zagraniczne czy kupowanie obligacji na rynku międzynarodowym, wówczas w sytuacji niepokoju na rynkach finansowych warto zaopatrzyć się w taki instrument finansowy. Kupując opcje, przedsiębiorstwo zabezpiecza się przed osłabieniem waluty. Takie sytuacje najczęściej występują podczas zawirowań na rynkach finansowych i dotyczą krajów rozwijających się. W tym przypadku przedsiębiorstwo zabezpiecza się przed wzrostem wartości waluty obcej i jednocześnie wyższą ceną inwestycji, płacąc jedynie premię za opcje.

Przedsiębiorstwa, zabezpieczając się przed ryzykiem kursowym przy wykorzystaniu opcji walutowych, mogą łączyć zalety opcji *call* i *put*, tworząc stra-

---

[6] F. Taylor, *Rynki i opcje walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 193.

tegie opcyjne[7], na przykład strategie korytarzy zerokosztowych czy asymetrycznych. Strategia korytarza zerokosztowego polega na tym, że kupujemy opcję *put* oraz sprzedajemy opcję *call* z tak dobranymi cenami realizacji, aby premia zapłacona przy zakupie opcji *put* zrównoważona została premią, jaką uzyskuje przedsiębiorstwo ze sprzedaży opcji *call*. Strategia ta ma spowodować, że przedsiębiorstwo zabezpieczone zostanie przed wszystkimi możliwymi ruchami cenowymi waluty przy braku poniesionych nakładów finansowych związanych z tą strategią. Jeżeli zatem waluta krajowa ulega aprecjacji powyżej kursu ustalonego w opcji *put* lub deprecjacji poniżej kursu określonego w opcji *call*, to przedsiębiorstwo może skorzystać z posiadanych instrumentów finansowych. Dodatkowo, co ważne, wszelkie kursy pośrednie, które sprawiają, że nie warto jest korzystać z praw określonych w opcjach, nie powodują strat dla przedsiębiorstwa, gdyż łączny bilans kosztowy związany z kupnem i sprzedażą opcji jest równy zero. Na podobnych zasadach działa strategia korytarza asymetrycznego z tą różnicą, że nominały walut określone przy opcjach *put* i *call* są różne. Cała zasada działania tej strategii jest jednak taka sama, jak przy strategii korytarza zerokosztowego. Korytarz asymetryczny także zapewnia wyrównywanie się premii przy obu opcjach, dzięki czemu strategia ta nie pociąga za sobą dodatkowych kosztów dla przedsiębiorstwa, a zabezpieczone jest ono zarówno przed niespodziewaną deprecjacją i aprecjacją waluty. Jedynym problemem przy tych strategiach jest odpowiednie dobranie cen waluty.

Kolejnym instrumentem finansowym zabezpieczającym przed ryzykiem walutowym są swapy, które umożliwiają równoczesne zabezpieczenie kursu kupna i sprzedaży. Do zabezpieczania przed ryzykiem kursowym wykorzystuje się przede wszystkim dwa rodzaje kontaktów swapowych: walutowe i CIRS. Przy swapie walutowym strony transakcji przekazują sobie wzajemnie, w momencie zainicjowania operacji, określone równoważne sumy wyrażone w dwóch różnych walutach i zwracają je sobie w czasie obowiązywania umowy według ustalonego wcześniej planu[8]. Nabywając swap, przedsiębiorstwo zobowiązuje się do kupna i sprzedaży waluty obcej w różnych terminach znanym już

[7] Strategie opcyjne wykorzystywane do eliminowania ryzyka walutowego przedstawione zostały w: M. Konopczak, P. Mielus, P. Wieprzowski, *Rynkowe aspekty problemów na pozagiełdowym rynku walutowych instrumentów pochodnych w Polsce w czasie globalnego kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt" 2011, nr 2, s. 101–103.

[8] W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe: metody ilościowe*, Vol. 1, wyd. II, Agencja Wydawnicza „Placet", Warszawa 2001, s. 25.

kursie. Dlatego z tej możliwości może korzystać przedsiębiorstwo, które przykładowo planuje inwestycje zagraniczne, jednak nie jest pewne ich finalizacji. Pragnie więc zabezpieczyć się przed sytuacją, gdy inwestycje ostatecznie nie dojdą do skutku i trzeba będzie sprzedać walutę po korzystnym kursie. Na rynku walutowym wykorzystuje się także kontrakty swapowe CIRS, będące połączeniem swapu odsetkowego z walutowym. Polegają one na dostarczeniu w operacji odwrotnej odpowiedniej kwoty waluty według kursu terminowego wraz z oprocentowaniem[9].

Faktoring i forfaiting a ryzyko kursowe

Instrumenty finansowe są bardzo skutecznymi metodami zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym, należy jednak posiadać odpowiednią wiedzę na temat działania tych instrumentów bądź zatrudniać pracowników, którzy będą właściwie zarządzać tymże ryzykiem. Poza wspomnianą inżynierią finansową w celu zabezpieczania się przed zmianą kursów walut przedsiębiorstwo może zastosować również faktoring oraz forfaiting.

Faktoring oznacza długookresową współpracę między wyspecjalizowaną instytucją faktoringową a przedsiębiorstwem, w ramach której przedsiębiorstwo przelewa na instytucję faktoringową krótkoterminowe wierzytelności pieniężne, przysługujące mu z tytułu sprzedawanych towarów lub usług, a instytucja faktoringowa płaci za przelaną wierzytelność przedsiębiorstwu i świadczy na jego rzecz usługi związane z samym przelewem oraz usługi dodatkowe[10]. Jego popularność wynika z tego, że przedsiębiorstwo upłynnia należności denominowane w walutach obcych i redukuje ryzyko kursowe, a całość ryzyka związanego z niewypłacalnością przejmuje instytucja faktoringowa. Faktoring, z racji jego częstego stosowania w handlu zagranicznym, określa się mianem faktoringu międzynarodowego. Należy jednak pamiętać, że warunkiem musi być różny kraj pochodzenia obu stron umowy, z której wynikają wierzytelności. Pewnym ograniczeniem przy faktoringu jest to, że dotyczy on wierzytelności krótkoterminowych i że wartość owych należności dewizowych musi być duża, gdyż

[9] I. Tymoczko, *op.cit.*, s. 76.

[10] K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring w świetle prawa cywilnego, podatkowego i bilansowego*, Difin, Warszawa 2006, s. 11.

instytucje faktoringowe nabywają zazwyczaj tylko większą liczbę takich faktur. W przypadku faktoringu faktor, to jest podmiot, na który przenoszone są wierzytelności, pobiera opłatę za swoje działania. Jego wynagrodzenie składa się z prowizji, odsetek i innych opłat, które potrącane są od wartości faktury. Zaletą faktoringu międzynarodowego jest otrzymywanie przez faktoranta środków pieniężnych w momencie przeniesienia wierzytelności na faktora. Zatem, po pierwsze, można uniknąć ryzyka kursowego, a po drugie – upłynnić należności z faktur. Faktorant nie otrzymuje jednak całości kwoty wynikającej z faktury. Część należności podmiot otrzymuje dopiero w momencie zrealizowania wierzytelności przez faktora. Jak wspomniano, kwoty te są pomniejszone o opłaty, prowizje i odsetki naliczone przez instytucję faktoringową za przejęcie na siebie ryzyka. Zazwyczaj przy faktoringu międzynarodowym należności sprzedawane są bankowi i w tej sytuacji stosowany jest kurs przeliczeniowy z dnia bieżącego. Z uwagi na fakt, że faktorant otrzymuje jedynie około 80% wartości faktury, a resztę kwoty w momencie spłaty długu przez dłużnika, faktoring międzynarodowy nie eliminuje w całości ryzyko kursowego, a jedynie je ogranicza. Dzieje się tak, ponieważ pozostała część należności, to jest około 20%, nadal podlega wahaniom kursowym. Poważną zaletą faktoringu są liczne, towarzyszące mu usługi dodatkowe, z których może korzystać przedsiębiorstwo sprzedające należności, a przede wszystkim możliwość monitoringu spłaty długu przez dłużników.

O tym, jak popularne jest sprzedawanie wierzytelności dewizowych, może świadczyć rozwój tego rynku w Polsce od 2004 roku (tabela 1). W ciągu sześciu lat obroty na nim wzrosły blisko siedmiokrotnie. Zważywszy na to, że faktoring dotyczy głównie eksporterów, warto zauważyć, że wartość obrotów firm faktoringowych stanowi około 17% wartości eksportu w Polsce.

Tabela 1. Wartość obrotów firm faktoringowych w Polsce w latach 2004–2010 (w mld zł)

Lata	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wartość obrotów	13,2	14,2	17,0	30,7	47,9	51,4	88,6

Źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r.*, NBP, Warszawa 2012, s. 107.

Bardzo podobny w swojej istocie do faktoringu jest forfaiting, który także umożliwia ograniczanie ryzyka kursowego. Polega on na sprzedaży przez przedsiębiorstwo na rzecz forfaitera, którym najczęściej jest bank, średnio-

i długoterminowych wierzytelności wynikających z umów handlowych. Istotę forfaitingu w dużym stopniu wyjaśnia określenie „forfait", które oznacza zaniechanie lub zrzeczenie się praw do czegoś. Forfaiting dotyczy wszelkich wierzytelności handlowych, a więc poza umowami pomiędzy eksporterem i importerem, także umów leasingowych. Forfaiting jest wykorzystywany przede wszystkim przez międzynarodowe koncerny, dlatego jest podstawowym instrumentem finansowania handlu zagranicznego. Forfaiting stosowany w handlu zagranicznym polega na bezregresowym zakupie przez forfaitera średnio- i długoterminowych wierzytelności eksportera (w umowie forfaitingu określa się go mianem forfetysty) z tytułu towarów i usług, zabezpieczonych takimi instrumentami finansowymi, jak weksle wtórne, weksle trasowane oraz akredytywy z odroczonym terminem płatności[11]. Wartość typowej transakcji forfaitingowej, bardziej niż przy faktoringu, jest bardzo wysoka, gdyż wiąże się ona ze znacznymi kosztami jej wyceny. Przedsiębiorstwo korzystające z forfaitingu przy zbycie wierzytelności musi się zatem liczyć z wysokimi kosztami takiej transakcji, wyższymi niż przy faktoringu. Sam forfaiting jest bardzo podobny w swej istocie do faktoringu, gdyż w obu przypadkach występuje zbywanie wierzytelności, a celem jest finansowanie działalności przedsiębiorstwa. Podstawowa różnica polega na tym, że przy forfaitingu nabywca wierzytelności zawsze ponosi ryzyko wypłacalności dłużnika, a przy faktoringu tylko jeśli jest to niepełna forma[12]. Poza tym umowę forfaitingu zawiera się przy każdej pojedynczej wierzytelności, gdyż musi być ona dokładnie określona oraz nie można jej stosować do zobowiązań z czeków, akcji i obligacji. Podstawową zaletą forfaitingu jest otrzymywanie przez eksportera płatności przed terminem zapadalności zobowiązań, możliwość zawierania takiej umowy w momencie dogodnym (m.in. finansowo) dla forfetysty oraz unikanie zarządzania długiem. Dla dłużnika umowa forfaitingowa umożliwia rozłożenie długu na raty. Kolejnym atutem jest eliminacja ryzyka kursowego. Wadą umowy forfaitingowej są wysokie koszty płacone na rzecz forfaitera oraz konieczność spełnienia wielu wymogów, zwłaszcza w zakresie zabezpieczeń wierzytelności.

---

[11] D. Marciniak-Neider, *Norweski rynek usług faktoringowych*, w: *Problemy współpracy międzynarodowej w warunkach globalizacji gospodarki*, red. H. Treder, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego nr 16, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2000, s. 264, za: I. Sobol, *Faktoring międzynarodowy: sposób na finansowanie eksportu*, Oficyna Ekonomiczna. Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, Kraków 2005, s. 43.

[12] A. Tokaj-Krzewska, *Forfaiting*, Difin, Warszawa 1999, s. 18.

Zarządzanie ryzykiem walutowym przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce

W Polsce około połowa przedsiębiorstw[13] deklaruje, że podejmuje jakiekolwiek działania zabezpieczające przed zmianami kursów walutowych (tabela 2). Częściej są to duże przedsiębiorstwa (60,8% ankietowanych podmiotów) niż małe (40,2%), co wynika w pewnym stopniu z faktu, że do tego typu działań często niezbędne jest zatrudnienie osoby o kwalifikacjach ekonomicznych, co z pewnością łatwiej jest uczynić firmie o wysokich przychodach. Dla małych firm zatrudnienie takiego pracownika lub korzystanie z pomocy zewnętrznej instytucji finansowej jest często zbyt wysokim obciążeniem kosztowym.

Tabela 2. Metody stosowane do zarządzania ryzykiem walutowym przez polskie przedsiębiorstwa[14]

Odsetek przedsiębiorstw zabezpieczających się przed ryzykiem walutowym			
Wyszczególnienie	zabezpiecza otwarte pozycje walutowe (%)	nie zabezpiecza otwartych pozycji walutowych (%)	brak rozliczeń walutowych (%)
Razem	49,6	25,0	26,3
Małe i średnie przedsiębiorstwa	40,2	28,6	31,2
Duże przedsiębiorstwa	60,8	20,9	18,3
Rodzaj instrumentów wykorzystywanych przy zabezpieczaniu się przed ryzykiem walutowym			
Rodzaj instrumentu	instrumenty pochodne i hedging naturalny (%)	hedging naturalny bez instrumentów pochodnych (%)	instrumenty bez hedgingu (%)
Razem	52,1	2,9	43,8
Małe i średnie przedsiębiorstwa	46,5	4,0	47,5
Duże przedsiębiorstwa	56	2,1	41,1

Źródło: ankieta NBP za: I. Tymoczko, *op.cit.*, s. 77–78.

Spośród przedsiębiorstw, które decydują się na zabezpieczanie się przed ryzykiem walutowym, zdecydowana większość korzystała z instrumentów pochodnych (95,9%, z czego ponad 52% podmiotów łączy zakup dyrewatów z hedgingiem naturalnym). Tylko niewielka część podmiotów nie korzysta w ogóle z instrumentów pochodnych przy zabezpieczaniu się przed ryzykiem kursowym (2,9%), z czego częściej dotyczy to mniejszych przedsiębiorstw niż dużych. Wyniki te oznaczają, że wśród przedsiębiorstw w Polsce, mających należności lub/i zobowiązania w walucie obcej, jest wysoka świadomość istnie-

[13] Dane za: I. Tymoczko, *op.cit.*, s. 71–91.

[14] Wyniki pochodzą z badań ankietowych Narodowego Banku Polski z 2007 roku.

jącego ryzyka walutowego i potrzeby wykorzystywania do tego instrumentów pochodnych.

Analiza wartości transakcji na rynku walutowym w Polsce (tabela 3) potwierdza powyższe wyniki przedstawione w tabeli 2 pozyskane z badań ankietowych NBP. Obroty na walutowych instrumentach pochodnych są trzykrotnie większe niż w ramach kasowych transakcji walutowych. W 2010 roku zanotowano jednak regres w rozwoju krajowego rynku walutowego, w czym główna zasługa strat, jakie podmioty zanotowały na operacjach instrumentami pochodnymi w 2009 roku[15]. Te wydarzenia wpłynęły na obroty na całym rynku walutowym, a szczególne piętno odcisnęły na rynku opcji walutowych, gdzie średnie dzienne obroty w 2010 roku w stosunku do 2007 roku spadły o 63%, oraz transakcjach *outright-forward*, gdzie obroty spadły o 40% (tabela 3).

Tabela 3. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku walutowym w Polsce w latach 2004–2010 (w mln USD)

Rok	2004	2007	2010
Rynek walutowy ogółem	6534	9224	7848
Kasowe transakcje walutowe	1930	2405	1955
Walutowe instrumenty pochodne	4604	6819	5893
W tym:			
Transakcje *outright-forward*	329	527	318
Swapy walutowe	4095	5881	5368
Transakcje CIRS	3	68	79
Opcje walutowe	177	343	128

Źródło: *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2007 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce*, NBP, s. 2 i 6; *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce*, NBP, s. 3.

Podmioty na rynku walutowym w Polsce najczęściej prowadzą operacje w ramach swapów (68,4% wszystkich transakcji na rynku walutowym). Jest to jednocześnie najpopularniejszy instrument pochodny wykorzystywany przez przedsiębiorstwa do redukowania ryzyka kursowego. Poza nimi popularne są jeszcze transakcje kasowe (25% ogółu transakcji walutowych).

[15] Zagregowany wynik na operacjach instrumentami pochodnymi przez przedsiębiorstwa niefinansowe w 2009 roku wyniósł –341,7 mld zł, z czego na kontraktach forward –246,4 mld zł, a na opcjach –93,5 mld zł. Dane za: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*, GUS, Warszawa 2010.

Warto zwrócić uwagę, że struktura instrumentów na rynku walutowym w Polsce wygląda podobnie jak przeciętnie na świecie, choć w Polsce nieco chętniej korzysta się z instrumentów pochodnych (ze swapów i opcji) niż transakcji spot. Analizę wartości transakcji na rynku walutowym na świecie zaprezentowano w tabeli 4.

Tabela 4. Średnie dzienne obroty netto dla transakcji walutowych na świecie dla wszystkich walut ogółem w latach 2004–2010 (w mld USD)

Rok	2004	2007	2010	Struktura (%)
Transakcje walutowe ogółem	1934	3324	3981	100
Kasowe transakcje walutowe	631	1005	1490	37,4
Walutowe instrumenty pochodne	1303	2319	2491	62,6
W tym:				
Transakcje outright-forward	209	362	475	11,9
Swapy walutowe	954	1714	1765	44,3
Transakcje CIRS	21	31	43	1,1
Opcje walutowe i inne produkty	119	212	207	5,2

Źródło: *Triennial Central Bank Survey: Report on Global Foreign Exchange Market Activity in 2010*, Bank for International Settlements, Basel 2010, s. 7.

Reasumując, należy stwierdzić, że instrumenty pochodne są najpowszechniej używanym sposobem zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym i przedsiębiorstwa w Polsce nie odbiegają w tym względzie od standardów światowych. Najpopularniejszym instrumentem są swapy walutowe, które umożliwiają równoczesne zabezpieczenie kursu kupna i sprzedaży. Jest to spowodowane faktem, iż najczęściej z tego instrumentu korzystają przedsiębiorstwa działające na rynkach międzynarodowym.

Podsumowanie

Doświadczenia Polski pokazują, że ryzyko kursowe odgrywało istotną rolę w działalności przedsiębiorstw. Fakt ten spotęgowany był między innymi przez to, że kurs walutowy złotego w latach 2004–2012 ulegał bardzo gwałtownym zmianom, a ich przyczyną były głównie zawirowania na światowych rynkach finansowych i kryzys w strefie euro. Analiza dokonana na przykładzie Polski wskazała, że niepokoje na rynku finansowym powodują nie tylko poważne reperkusje dla gospodarki narodowej (głównie wpływ na eksport, import i infla-

cję), ale także dla warunków prowadzenia działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwa, których część czy całość transakcji odbywa się na rynkach międzynarodowych. Nie można uznawać, że takie turbulencje na rynkach finansowych nie wpłyną na wyniki finansowe, zwłaszcza w okresie recesji lub niepokojów na rynkach kapitałowych. Jednak fakt występowania turbulencji w poziomie ceny waluty krajowej w stosunku do walut obcych nie oznacza, że nie można redukować czy nawet eliminować ryzyka z nim związanego. Przeprowadzona analiza wskazała, że istnieje wiele metod na osiągnięcie tego celu. Przed przystąpieniem do zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym należy jednak pamiętać, że nie wszystkie sposoby są właściwe i jednakowo skuteczne dla każdego z podmiotów. Korzystać można zarówno ze sposobów zabezpieczenia wewnętrznego jak i zewnętrznego, w tym pochodnych instrumentów finansowych, faktoringu i forfaitingu. Nie zawsze najbardziej kosztowne i skomplikowane sposoby są najskuteczniejsze. Wszystko zależy od wielkości transakcji, które chcemy zabezpieczać, chęci skorzystania z dodatkowych usług, znajomości instrumentów oraz zidentyfikowania efektów i kosztów, jakie wiążą się z daną formą zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym. Analiza wykazała, że przedsiębiorstwa w Polsce w większości przypadków korzystają z różnych metod zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym, w tym z instrumentów pochodnych. Najpopularniejszym natomiast instrumentem są swapy walutowe. Doświadczenia z 2009 roku, w którym przedsiębiorstwa poniosły znaczne straty finansowe, pokazały również, że potrafią one wyciągać wnioski z przeszłości. Coraz popularniejszym sposobem na redukcję ryzyka kursowego jest korzystanie z usług firm faktoringowych i forfaitingowych, których działalność w Polsce ulega szybkiemu rozwojowi od 2004 roku. Korzystanie z usług takich firm umożliwia osiągnięcie celu podstawowego, to znaczy upłynnienie wierzytelności przy jednoczesnej redukcji ryzyka walutowego. Coraz większa liczba dostępnych metod redukcji tego ryzyka w Polsce powoduje po pierwsze większy wybór, a po drugie wzrost liczby przedsiębiorstw zabezpieczających otwarte pozycje walutowe.

Literatura

Finansowe instrumenty pochodne, red. J. Grzywacz, SGH, Warszawa 2009.

Gruszczyński M., *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych: Raport z badania, GUS, Warszawa 2010.

Konopczak M., Mielus P., Wieprzowski P., *Rynkowe aspekty problemów na pozagiełdowym rynku walutowych instrumentów pochodnych w Polsce w czasie globalnego kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt" 2011, nr 2, s. 97–124.

Kreczmańska-Gigol K., *Faktoring w świetle prawa cywilnego, podatkowego i bilansowego*, Difin, Warszawa 2006.

Kreczmańska-Gigol K., *Faktoring w teorii i praktyce*, wyd. III rozszerzone i zaktualizowane, Helion, Gliwice 2007.

Kulp C.A., *Casualty Insurance*, Ronald Press, New York 1928.

Sobol I., *Faktoring międzynarodowy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.

Tarczyński W., *Rynki kapitałowe: metody ilościowe*, Vol. 1, wyd. II, Agencja Wydawnicza „Placet", Warszawa 2001.

Tarczyński W., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo PWN, Warszawa 2001.

Tarczyński W., Zwolankowski M., *Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa 1999.

Taylor F., *Rynki i opcje walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.

Triennial Central Bank Survey: Report on Global Foreign Exchange Market Activity in 2010, Bank for International Settlements, Basel 2010.

Tokaj-Krzewska A., *Forfaiting*, Difin, Warszawa 1999.

Tymoczko I., *Sposoby zabezpieczania się polskich przedsiębiorstw niefinansowych przed ryzykiem kursowym*, „Bank i Kredyt" 2009, nr 3, s. 71–91.

FOREIGN EXCHANGE RISKS FOR BUSINESSES IN POLAND

Summary

Turmoil on the financial markets and fluctuations in economic growth can cause large changes in the currency valuation rates, especially in developing countries.

Therefore currency risk is one of the important factors to be considered by enterprises involved in investment activity on the international marketplace. This article, outlines what hedging or exchange risk strategy management, businesses should employ and which of the various tools and techniques of the foreign exchange market they should use, to limit exchange risk or to eliminate it entirely. The paper show also what instruments were used in Poland to hedge exchange risk in 2004–2010.

Keywords: exchange rate, exchange rate risk, foreign exchange risk management
Kod JEL: E32, F31

Translated by Rafał Nagaj