

Zewnętrzne instrumenty finansowe stosowane w zarządzaniu ryzykiem kursowym przez przedsiębiorstwa w Polsce w latach 2007–2013

Ireneusz Miciuła*

Streszczenie: *Cel* – Klasyfikacja i analiza ilościowa zewnętrznych instrumentów finansowych stosowanych w zarządzaniu ryzykiem walutowym przez przedsiębiorstwa w Polsce.

Metodologia badania – Analiza ilościowa współczesnych obrotów na rynku walutowym w Polsce w latach 2007–2013. Weryfikacja empiryczna relacji i proporcji wartościowych, wyrażonych również w pieniądzu.

Wynik – Aktualny stan i struktura polskiego rynku zewnętrznych instrumentów zarządzania ryzykiem kursowym. Porównanie polskiego rynku walutowych instrumentów pochodnych z rynkami zagranicznymi, na przykładzie USA i Niemiec.

Oryginalność/wartość – Kryzys na rynkach finansowych przyczynił się do poważnego załamania globalnej gospodarki w ostatnich dekadach i perturbacji, między innymi na rynku walutowym. W artykule opisano i sklasyfikowano współczesne instrumenty, które przedsiębiorstwa mogą stosować w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym. W artykule przeanalizowano stan i strukturę polskiego rynku wewnętrznych instrumentów zarządzania ryzykiem kursowym, wykorzystywanych w praktyce życia gospodarczego.

Słowa kluczowe: finanse międzynarodowe, rynek walutowy, instrumenty finansowe, przedsiębiorstwo

Wprowadzenie

Proces globalizacji i idące za tym zmiany w warunkach gospodarowania i konkutowania spowodowały konieczność zmian w podejściu do zarządzania przedsiębiorstwem. Dlatego od przedsiębiorstw, jako podstawowego podmiotu w gospodarce rynkowej, oczekuje się umiejętności sprawnego zarządzania ich działalnością. Dla przetrwania na rynku firmy muszą zarządzać wszelkim ryzykiem występującym podczas prowadzenia działalności gospodarczej, co przekłada się bezpośrednio na efekty finansowe i przyszłe możliwości rozwoju każdego przedsiębiorstwa. W obecnej rzeczywistości gospodarczej powszechnym problemem w działalności polskich przedsiębiorstw jest konieczność zarządzania ryzykiem walutowym. Ryzyko jest definiowane jako możliwość niepowodzenia, a w szczególności możliwość zaistnienia zdarzeń niezależnych od działającego podmiotu, których nie może on dokładnie przewidzieć i nie może w pełni im zapobiec, a które, przez zmniejszenie

* dr inż. Ireneusz Miciuła, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Zarządzania Finansami, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, e-mail: irekmic@wneiz.pl.

wyników użytecznych lub przez zwiększenie nakładów, odbierają działaniu zupełnie lub częściowo cechę skuteczności, korzystności lub ekonomiczności (Best 2004).

Rynek walutowy jest niezmiernie istotnym elementem dla funkcjonowania światowego systemu finansowego. Bez niego trudno sobie wyobrazić działanie współczesnej, globalnej gospodarki. Każdego dnia zawierane są transakcje o wartości bilionów dolarów pomiędzy uczestnikami rynku walutowego w każdym zakątku globu. Rynek walutowy, na którym przedmiotem wymiany są waluty, współtworzy szeroko rozumiany rynek finansowy (Bilski 2006: 9). Rynek walutowy (Forex, FX – ang. *Foreign Exchange*) jest przykładem tzw. rynku OTC (ang. *Over the Counter*) (Milewski 2012: 16), czyli rynku nieregulowanego, na którym obrót odbywa się za pomocą ogromnej liczby pojedynczych transakcji zawieranych pomiędzy wieloma uczestnikami rynku. Rynek Forex cechuje się bardzo dużą dynamiką rozwoju, co wiąże się z postępującym procesem globalizacji. Obecnie przeciętna dzienna wartość obrotów na rynku walutowym wynosi 4 bln USD. Na przestrzeni ostatnich 10 lat wartość obrotów rynku walutowego wzrosła blisko 10-krotnie, co potwierdza jego zawrotny rozwój i coraz większą popularność, także wśród inwestorów indywidualnych (www.noblemarkets.pl). Rynek walutowy jest częścią globalnego rynku finansowego i jednocześnie jednym z największych jego segmentów.

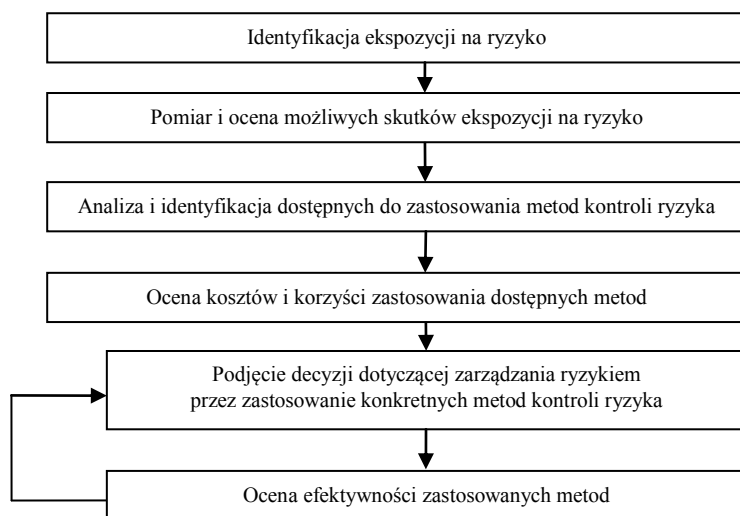
Celem artykułu jest klasyfikacja i analiza ilościowa zewnętrznych instrumentów finansowych stosowanych w zarządzaniu ryzykiem walutowym przez przedsiębiorstwa w Polsce. Proces globalizacji przez możliwość wymiany i wzrost konkurencyjności spowodował rozwój problematyki zarządzania firmą, w nowym (globalnym) otoczeniu. W artykule przedstawiono podział i procentową strukturę, wykorzystywanych w praktyce życia gospodarczego w Polsce, pochodnych instrumentów walutowych i dokonano porównania z rynkami zagranicznymi (USA i Niemcy). W ramach analizy ilościowej przedstawiono wartości pieniężne stosowanych zewnętrznych instrumentów zarządzania ryzykiem kursowym.

1. Istota zarządzania ryzykiem kursowym

Ryzyko walutowe jest to ryzyko, na które narażone są przedsiębiorstwa, które posiadają zobowiązania oraz należności nominowane w walutach obcych. Związane jest to z możliwością wystąpienia aprecjacji lub deprecjacji kursu danej waluty. Ryzyko walutowe jest specyficznym rodzajem ryzyka polegającym na tym, że na skutek niekorzystnych zmian kursów może nastąpić zmniejszenie należności lub wzrost zobowiązań w transakcjach zagranicznych w przeliczeniu na walutę krajową. Zmiany kursów powodują więc zmianę dotychczasowych warunków działalności gospodarczej dla tych podmiotów gospodarczych, które bezpośrednio lub pośrednio prowadzą wymianę towarów i usług z zagranicą, albo uczestniczą w operacjach pożyczkowych lub kapitałowych na rynku międzynarodowym. Ryzyko walutowe jest nieodłącznym elementem prowadzenia działalności gospodarczej na arenie międzynarodowej. Ryzyko walutowe wynika z natury rynku walutowego, na którym występuje ciągła fluktuacja kursów. Dla wielu firm jedną z najdotkliwszych form ryzyka

jest właśnie ryzyko walutowe. Nie da się od niego uciec, ale można je skutecznie minimalizować. Oczywiście jest jednak, iż zabezpieczanie przed ryzykiem (często przekazanie tego ryzyka na inny podmiot) nie jest darmowe, więc tak ważne jest, by korzystać z zabezpieczenia odpowiednio do miary występującego ryzyka. Istotny wpływ na atrakcyjność polskiego eksportu oraz na koszt importu ma aktualny poziom kursów walutowych. W branżach, które charakteryzują się niską marżą handlową nawet niewielka zmiana kursów walutowych może pociągać za sobą poważne straty finansowe, a nieraz nawet doprowadzić do bankructwa. Jednak na przestrzeni ostatnich lat należy zauważyć zdecydowaną poprawę w zakresie podejścia polskich przedsiębiorców do problematyki zarządzania ryzykiem walutowym. Wiele firm na stałe włączyło w profil swojej działalności politykę ograniczania negatywnych skutków zmienności rynku walutowego.

Zasadniczym celem zarządzania ryzykiem jest z jednej strony poprawa wyników finansowych firmy, a z drugiej zapewnienie takich warunków, aby instytucja nie ponosiła strat większych niż założone. W praktyce chodzi o to, aby ryzyko maksymalnie ograniczyć i zabezpieczać się jak najlepiej przed jego skutkami.



Rysunek 1. Proces zarządzania ryzykiem kursowym

Źródło: opracowanie własne.

Proces zarządzania ryzykiem dotyczy identyfikacji ryzyka, jego pomiaru i kontroli, za pomocą dostępnych instrumentów. Dopiero analiza i zapoznanie z dostępnymi instrumentami kontroli ryzyka pozwala na budowanie strategii firmy i ocenę jej efektywności, co zostało przedstawione na rysunku 1. Zarządzanie ryzykiem walutowym wydaje się obecnie niezbędne. Dodatkowo, zwiększony poziom niepewności ekonomicznej w warunkach obecnego kryzysu zmienił sposób funkcjonowania rynków finansowych. Szczegółowe

poznanie charakteru i zakresu potencjalnego ryzyka pozwala na wybór w odpowiednim czasie czynności zapobiegawczych minimalizujących jego wpływ i skutki.

Rozwijający się dynamicznie polski rynek finansowy, mimo że pozostaje jeszcze z tyłu za najlepiej rozwiniętymi rynkami finansowymi świata, oferuje coraz większą gamę instrumentów zabezpieczających. Część z tych instrumentów jest dostępna od bardzo krótkiego czasu (np. opcje egzotyczne), więc możliwości oceny ich efektywności są mocno ograniczone. Mamy dwie główne grupy instrumentów zabezpieczających:

- instrumenty wewnętrzne (tzw. hedging naturalny),
- instrumenty zewnętrzne (tzw. hedging zewnętrzny).

Obie grupy zawierają wiele instrumentów pozwalających w sposób efektywny zarządzać ryzykiem walutowym. Zastosowanie niektórych z wymienionych instrumentów zabezpieczających może być utrudnione lub niemożliwe w części przedsiębiorstw. Trudne będzie np. narzucenie jako waluty rozliczenia naszej waluty krajowej, jeżeli jesteśmy małą firmą, a negocjujemy kontrakt z dużą firmą międzynarodową, co oczywiście nie oznacza, że prób takich negocjacji nie należy podejmować. Kolejnym ograniczeniem będzie jednokierunkowość przepływów walutowych. Jeżeli firma jest tylko importerem lub eksporterem, to nie może skorzystać z możliwości kompensowania (*netting*) wpływów i wydatków w tej samej walucie, w celu ograniczania ekspozycji na ryzyko walutowe. W takim wypadku pozostaje tylko łączenie kilku mniejszych transakcji w jedną większą w celu wynegocjowania lepszych warunków zabezpieczeń. Z kolei próba zastosowania opóźniania płatności w stosunku do przedsiębiorstw spoza grupy kapitałowej może doprowadzić do pogorszenia się wizerunku firmy. Mimo tych ograniczeń, pierwszym krokiem w zarządzaniu ryzykiem walutowym powinno być maksymalne wykorzystanie możliwości, jakie stwarzają zabezpieczenia wewnętrzne. Dopiero w dalszej kolejności należy sięgać po zabezpieczenia zewnętrzne, zwłaszcza te z rynku terminowego.

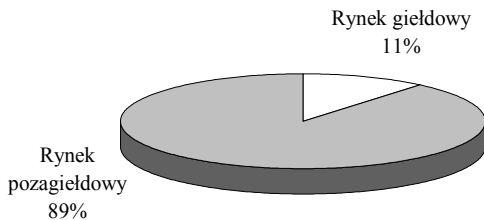
Przy hedgingu zewnętrznym w zasadzie nie ma ograniczeń, co do możliwości zastosowania poszczególnych instrumentów przez przedsiębiorstwa, jak to miało miejsce przy hedgingu naturalnym. Jedyne ograniczenia, jakie mogą się tutaj pojawić, wynikają z minimalnych wartości zabezpieczanych pozycji, wymaganych przez instytucje oferujące te instrumenty (głównie banki). Hedging zewnętrzny powinien służyć zabezpieczeniu ekspozycji, które pozostały mimo zastosowania zabezpieczeń wewnętrznych. Korzystanie z zewnętrznych zabezpieczeń niesie za sobą konieczność poniesienia jednej z dwóch grup kosztów: bezpośrednich, np. koszt premii przy zakupie opcji walutowych lub pośrednich (utraconych możliwości), np. depozyt zabezpieczający przy zakupie kontraktów walutowych. Niemniej zastosowanie instrumentów zewnętrznych pozwala na budowanie całych strategii zabezpieczających, co pozwala lepiej dopasować zabezpieczenia do wymagań firmy.

Hedging z wykorzystaniem instrumentów pochodnych polega na zawarciu transakcji, która pozwoli zabezpieczyć się przed stratą związaną z niekorzystną zmianą kursu walutowego w przyszłości. Pod nazwą instrumenty pochodne kryje się wiele instrumentów

łączących w sobie jedną cechę, a mianowicie wartość tych instrumentów, w sposób bezpośredni lub pośredni, zależy od wartości tzw. instrumentu bazowego, którym m.in. może być waluta. Instrumenty pochodne można podzielić ze względu na stopień skomplikowania ich budowy. Wyróżnia się wówczas klasyczne instrumenty pochodne, czyli prostą konstrukcję, instrumenty standardowe oraz egzotyczne instrumenty pochodne, czyli złożoną konstrukcję, instrumenty niestandardowe. Różnice między instrumentami pochodnymi wynikają także z rozłożenia ryzyka między strony umowy. Instrumenty o ryzyku symetrycznym to takie, gdzie zarówno wystawca, jak i nabywca danego instrumentu jest narażony na pełne ryzyko, przy czym zysk jednego z nich jest jednocześnie stratą drugiej strony. Instrumenty o niesymetrycznym ryzyku to takie, w których wystawca jest bezwzględnie zobowiązany do spełnienia świadczenia będącego przedmiotem kontraktu, a nabywca instrumentu ma prawo do wykonania kontraktu, czyli w sytuacji dla niego niekorzystnej może od wykonania umowy odstąpić. Wśród najbardziej popularnych instrumentów należy wyróżnić sprzedaż lub zakup waluty na termin, czyli kontrakt walutowy.

2. Analiza procentowa popularności pochodnych instrumentów finansowych stosowanych w zarządzaniu ryzykiem kursowym

Instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu na rynku giełdowym i pozagiełdowym (OTC). Obroty na rynku OTC wielokrotnie przewyższają obroty na rynku regulowanym, co przedstawiono na rysunku 2.



Rysunek 2. Światowy udział procentowy rynku giełdowego i pozagiełdowego w zawartych transakcjach na instrumenty pochodne (stan na styczeń 2011)

Źródło: *BIS Quarterly Review* (2011: A104).

W tabeli 1 przedstawiono średnie dzienne obroty netto na polskim rynku instrumentów pochodnych z podziałem na rynek giełdowy i pozagiełdowy. Podobnie, jak na rynkach światowych, również w Polsce zdecydowanie większy jest handel pozagiełdowy. Rynek giełdowy ogranicza ryzyko, ale to instrumenty rynku OTC są tańsze i bardziej dopasowane do potrzeb nabywców. Niewątpliwie ciekawym zjawiskiem wynikającym z przedstawionych danych jest fakt, iż od 2008 roku gwałtownie rośnie popularność rynku giełdowego, czyli standaryzowanych i ograniczających ryzyko instrumentów, co z pewnością ma

związek z wystąpieniem kryzysu i chęci prowadzenia działalności w stabilniejszych warunkowaniach finansowych.

Tabela 1

Średnie dzienne obroty netto na polskim rynku pochodnych instrumentów walutowych (mln zł)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rynek pozagiełdowy	2932,0	3443,6	1958,2	2635,7	2183,4	1914,6
Rynek giełdowy	0,7	14,4	23,4	28,9	26,5	21,7

Źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 roku* (2013).

Dane zawarte w tabeli potwierdzają, że polski rynek instrumentów pochodnych jest młody (oficjalnie w 2013 roku będzie obchodził 15-lecie działalności, choć trzeba zauważyć, iż początkowe 2–3 lata były procesem załączkowym samego rynku) i, w porównaniu do największych rynków światowych, ma niewielkie obroty. Jednak z drugiej strony, porównywanie do największych rynków instrumentów pochodnych ma jedynie uzasadnienie w celu umiejscowienia polskiego rynku na świecie. Tutaj trzeba porównywać polski rynek z krajami, które miały podobne warunki funkcjonowania i rozwoju. Dzięki temu będzie możliwe stwierdzenie prawidłowości podejmowanych działań i rozwoju rynku instrumentów pochodnych w Polsce, a w tej dziedzinie Polska wypada korzystnie. Wynika to z faktu, iż rozwój polskiego rynku instrumentów pochodnych pod względem wartości zawieranych transakcji na tzw. drabince państw stawia Polskę przed takimi państwami, jak Włochy, Hiszpania czy Norwegia. Dlatego należy pozytywnie ocenić rozwój polskiego rynku instrumentów pochodnych, choć oczywiście, razem z wymienionymi państwami, zalicza się do tzw. rynków rozwijających, jak cała gospodarka państwa polskiego. Fakt ten potwierdza również analiza popularności instrumentów pochodnych stosowanych na rynku polskim. W tabeli 2 zestawiono porównanie z badań, w których przedsiębiorstwa z rynku polskiego, niemieckiego i amerykańskiego zaznaczały wykorzystywane w swojej działalności instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem walutowym.

Tabela 2

Struktura procentowa wykorzystywania instrumentów pochodnych na rynku polskim, niemieckim i amerykańskim w 2010 roku (%)

Rynek	Forward	Futures	Swap	Opcje giełdowe	Opcje pozagiełdowe
Polski	48	3	28	2	18
Niemiecki	89	7	27	4	32
USA	79	28	46	17	52

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Instrumenty pochodne w portfelach...* (2010); Bodnar, Gebhardt (2010); NBER Working Paper (2010).

Najpopularniejszymi instrumentami na rynku polskim są kontrakty forward oraz swapy walutowe. Popularność swapów walutowych wynika również z stosowania tego instrumentu przez firmy zagraniczne inwestujące na rynku polskim. Na rynku niemieckim i amerykańskim popularność swapów walutowych ustępuje miejsca opcjom walutowym zawierającym na rynku OTC. Dodatkowo, w danych zawartych w tabeli można zauważyć rozwój rynku giełdowego, który jest niewątpliwie największy w USA. Ogólnie dane odzwierciedlają trendy światowe i dzięki temu wskazują również na stan rozwoju rynku instrumentów pochodnych.

3. Analiza wartościowa zewnętrznych instrumentów finansowych na rynku walutowym w Polsce w 2013 roku

Bank Rozliczeń Międzynarodowych (ang. BIS – *Bank for International Settlements*) za instrumenty finansowe na rynku walutowym przyjmuje wszystkie operacje dotyczące handlu walutami i instrumenty finansowe, w których aktywem bazowym są waluty.

Tabela 3

Klasyfikacja instrumentów finansowych na rynku walutowym

Lp.	Rynek kasowy	Rynek terminowy
1.	Kasowe transakcje wymiany walut (<i>spot</i>)	Terminowe transakcje wymiany walut, w tym kontrakty <i>forward</i> i <i>futures</i> oraz kontrakty na różnice kursowe CFD (<i>Contracts for difference</i>)
2.	Walutowe umowy factoringowe (factoring eksportowy) i forfaitingowe (forfaiting właściwy) po stronie eksportera	Dwuwalutowe transakcje wymiany płatności odsetkowych (cross – <i>currency interest rate swap</i> – CIRS)
3.		Swapy walutowe (<i>fx swap</i>)
4.		Opcje walutowe (<i>fx option</i>)

Źródło: opracowanie własne.

Klasyczny podział stosowany do usystematyzowania operacji walutowych, który opiera się na terminie realizacji transakcji na rynku kasowym do dwóch dni roboczych, wprowadza niejednoznaczność i możliwość przypisywania tych samych instrumentów do obu rynków. Dlatego autorska propozycja zakłada dla rynku kasowego (natychmiastowego) rozliczenie operacji i dostarczenie waluty powinno nastąpić w momencie zawarcia transakcji. Pozostałe operacje walutowe uznawane byłyby za transakcje na termin.

Kasowa transakcja wymiany walut (*spot*) polega na wymianie określonej kwoty waluty na inną walutę, po ustalonym w momencie zawarcia transakcji kursie, której rozrachunek musi nastąpić w ciągu dwóch dni roboczych. Ani wymiana początkowa, ani wymiana końcowa transakcji swapa walutowego nie są wykazywane w tej kategorii, nawet jeśli ich rozrachunek następuje w ciągu dwóch dni (np. T/N *fx swap*) (*Wyniki badań obrotów...* 2013).

Factoring polega na nabywaniu nieprzeterminowanych krótkoterminowych wierzytelności przedsiębiorstw z tytułu dostaw towarów lub usług przez faktora za odpowiednim wynagrodzeniem. Factoring umów walutowych pozwala na uzyskanie zapłaty za towar dostarczony za granicę przed terminem płatności faktury i wpływa na ograniczenie ryzyka kursowego. Forfaiting, jako forma operacji rozliczeniowej, polega na skupie należności terminowych w postaci weksli, z wyłączeniem prawa regresu wobec odstępującego weksel. Najczęściej wykorzystywany jest on przy operacjach zagranicznych. Forfaiting właściwy występuje, gdy nabywca wierzytelności przejmuje całe ryzyko płatności. Transakcje forfaitingowe w przypadku eksportera pozwalają na natychmiastowe uzyskanie gotówki za zrealizowany kontrakt. Ważne jest, że sprzedaż wierzytelności następuje na ogół bez regresu, tym samym firma nie ponosi ryzyka zrealizowania przez importera płatności z tytułu kontraktu i unika kosztów inkasa należności. Oprócz tego, dzięki transakcji forfaitingowej eliminuje się ryzyka związane z rozliczeniem kontraktu, tj. ryzyko walutowe.

Terminowa transakcja wymiany walut – to operacja wymiany określonej kwoty waluty na inną walutę, po kursie ustalonym w momencie zawarcia transakcji, której rozrachunek następuje w terminie późniejszym niż dwa dni robocze od daty jej zawarcia. Ta kategoria obejmuje również terminowe transakcje wymiany walutowej z rozliczeniem różnicowym (CFD). Nie jest wykazywana w tej kategorii, niezależnie od sposobu księgowania, wymiana końcowa transakcji swapa walutowego (druga noga transakcji fx swap).

Kontrakt *forward*, nazywany także w polskiej literaturze zwykłą lub dostawną transakcją terminową, jest umową zawartą między dwoma stronami, z których jedna zobowiązuje się do dostarczenia określonych dóbr w określonej ilości, w uzgodnionym czasie w przeszłości, po cenach wynegocjowanych w momencie zawierania transakcji, natomiast druga strona zobowiązuje się do odbioru przedmiotu kontraktu na warunkach w nim określonych. Kontrakty terminowe (*forwards*) nie są przedmiotem obrotu na giełdach, a ich parametry nie muszą być wystandaryzowane (<http://mfiles.pl> 2014).

Futures (kontrakt terminowy) to instrument finansowy, będący rodzajem umowy zawartej pomiędzy kupującym (sprzedającym) a giełdą lub izbą rozliczeniową, w której sprzedający zobowiązuje się sprzedać określony instrument bazowy za ściśle określoną cenę w ściśle określonym terminie. Podstawowa forma kontraktu *futures* jest taka sama, jak kontraktu *forward*. Różnica polega na tym, że *futures* jest produktem standaryzowanym zawierającym na giełdach, a *forward* jest zawierany na rynku OTC. Kontrakty *futures* są standaryzowane z punktu widzenia następujących cech (www.nbportal.pl... 2014):

- ilości dóbr, które mają być przedmiotem dostawy,
- cech jakościowych tych dóbr,
- czasu, w którym ma nastąpić realizacja kontraktu,
- miejsca lub miejsc dostarczenia przedmiotu kontraktu.

Podstawowymi instrumentami, które wykorzystywane są przez detalicznych brokerów forexowych są kontrakty na różnice kursowe CFD (*Contracts for difference*). Są one instrumentem stosunkowo młodym, gdyż zostały wymyślone przez niezależny dom maklerski

Smith New Court dopiero na początku lat 90. (Dankowski 2009). Cechami odrębnymi są terminy realizacji, które w przypadku kontraktów są ściśle określone w ich specyfikacji, natomiast dla kontraktów CFD są one całkowicie dowolne i uzależnione jedynie od woli i strategii danego inwestora. Taki kontrakt jest instrumentem pochodnym, w którym nie jest się właścicielem zawartych w kontrakcie aktywów. Specyfiką tego rodzaju instrumentów są również punkty swapowe, które są doliczane do wszystkich otwartych pozycji, które są utrzymywane przez co najmniej jeden dzień. Stanowią one różnicę pomiędzy kursem terminowym obliczonym na daną datę rozliczenia a kursem natychmiastowym. W praktyce naliczane są one każdego dnia proporcjonalnie do różnicy w rocznej stopie procentowej występującej pomiędzy poszczególnymi walutami w danej parze walutowej. W terminologii kontraktów CFD uwzględnianie punktów swapowych do wartości otwartej pozycji określane jest jako rolowanie pozycji. Dokonując wyceny tego instrumentu, uwzględnia się zmiany kursu instrumentu bazowego oraz naliczone punkty swapowe, które w polskich warunkach dodawane są zazwyczaj o północy każdego dnia. Należy dodać, że wycena kontraktów CFD wykonywana jest na bieżąco (w czasie rzeczywistym) pod warunkiem, że dokonywany jest handel na danym instrumencie bazowym. Oznacza to, że dla kontraktów walutowych wycena pozycji dokonywana jest nieprzerwanie pięć dni w tygodniu z wyłączeniem weekendu, kiedy to rynki walutowe nie pracują.

Dwuwalutowa transakcja wymiany płatności odsetkowych (CIRS) – transakcja zobowiązująca strony do okresowej wymiany płatności odsetkowych, naliczanych od określonej kwoty nominalnej przez uzgodniony okres, której może towarzyszyć wymiana kwoty nominalnej (po wcześniej ustalonym kursie) w dniu zakończenia transakcji. Płatności odsetkowe są wyrażone w różnych walutach i obliczane według ustalonej dla każdej z nich stopy procentowej.

Swapy są umowami między dwoma lub więcej stronami, których przedmiotem jest wymiana przepływów strumieni gotówkowych według określonych zasad (Miciuła 2012: 77). Swap walutowy wykorzystuje się, gdy potencjalni partnerzy dysponują określoną walutą, a potrzebują innej. Swap walutowy to transakcja, która zobowiązuje strony kontraktu do dokonania początkowej wymiany walut w wyznaczonym dniu i po określonym kursie oraz zwrotnej wymiany tych samych walut, w określonym dniu w przyszłości i po kursie uzgodnionym w momencie zawarcia transakcji (przeważnie różnym od kursu wymiany początkowej). W trakcie trwania transakcji nie ma płatności odsetek od kwoty wymiany. Do kategorii tej zalicza się swapy walutowe zarówno typu spot-forward, jak i forward-forward. Wszystkie swapy walutowe (także T/N fx swap), niezależnie od sposobu księgowania, są wykazywane w tej kategorii.

Opcja jest kontraktem zawartym między dwoma stronami, z których jedna (wystawca, podpisujący opcję) zobowiązuje się, za określoną opłatą (premią), do kupna bądź sprzedaży określonych aktywów po cenach (cenach wykonania) ustalonych w momencie zawierania kontraktu, w terminie wygaśnięcia opcji lub przed jego upływem. Opcja walutowa to transakcja dająca jej nabywcy w oznaczonym czasie prawo do kupna (*call option*) albo sprzedaży (*put option*) określonej kwoty waluty w zamian za inną walutę po ustalonym wcześniej

kursie (Kudła 2009: 53). Kategoria ta obejmuje opcje typu europejskiego, amerykańskiego oraz wszelkie opcje egzotyczne. Opcje europejskie mogą być wykonane tylko w dniu wygaśnięcia, a opcje amerykańskie w dowolnym czasie od momentu wystawienia do terminu wygaśnięcia opcji. Stosując opcje walutowe, można tworzyć strategie opcyjnie dostosowane do indywidualnych potrzeb, czego odzwierciedleniem była rosnąca popularność w stosowaniu tych innowacyjnych instrumentów.

Analizy obrotów dokonano na podstawie raportu dotyczącego obrotów na rynku walutowym opublikowanego we wrześniu 2013 roku przez Bank Rozliczeń Międzynarodowych (ang. BIS – *Bank for International Settlements*). Najważniejsze dane dotyczące rynku walutowego w Polsce przedstawiają się następująco:

- średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku walutowym wyniosły w kwietniu 2013 roku 7564 mln USD, z czego 5446 mln USD stanowiły transakcje z udziałem złotego,
- najbardziej płynnym instrumentem krajowego rynku walutowego pozostawały transakcje fx swap. Średnie dzienne obroty tymi instrumentami wyniosły w kwietniu 2013 roku 4581 mln USD, z czego 3088 mln USD stanowiły transakcje z udziałem złotego,
- średnie dzienne obroty na krajowym rynku kasowych transakcji walutowych (*spot*) wyniosły w kwietniu 2013 roku 2324 mln USD, z czego 1730 mln USD stanowiły transakcje z udziałem złotego.

Tabela 4

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku walutowym w kwietniu 2013 roku (mln USD)

Wyszczególnienie	Waluty obce/ PLN	Waluty obce/ waluty obce	Razem – kwiecień 2013
Kasowe transakcje wymiany walut (<i>spot</i>)	1730	594	2324
walutowe umowy factoringowe (factoring eksportowy) i forfaitingowe (forfaiting właściwy) po stronie eksportera	2	1	3
terminowe transakcje wymiany walut, w tym kontrakty <i>forward</i> i <i>futures</i> oraz kontrakty na różnice kursowe CFD (<i>Contracts for difference</i>)	452	12	464
Dwuwalutowe transakcje wymiany płatności odsetkowych (<i>cross – currency interest rate swap – CIRS</i>),	110	15	125
Swapy walutowe (<i>fx swap</i>)	3088	1493	4581
Opcje walutowe (<i>fx option</i>)	66	4	70
Rynek walutowy (ogółem)	5448	2119	7567

Źródło: (*Wyniki badań obrotów... 2013*).

Dodatkowo, z analizy danych w porównaniu z poprzednim badaniem, które odbyło się w kwietniu 2010 roku, można wyciągnąć kilka istotnych wniosków dla rynku walutowego w Polsce. Dzielne obroty netto na krajowym rynku walutowym ustabilizowały się na poziomie 7,5 mln USD. Aktywność na rynku *spot* uległa zwiększeniu przez rozwój elektronicznych platform transakcyjnych dedykowanych przedsiębiorstwom oraz klientom

indywidualnym (<http://inwestycje.elfin.pl...> 2014). Duża płynność rynku fx swap względem innych segmentów krajowego rynku walutowego wynikała przede wszystkim z różnorodnych możliwości wykorzystywania tych instrumentów. Zwiększenie obrotów na rynku dwuwalutowych transakcji wymiany płatności odsetkowych było wynikiem transakcji zawieranych przez banki krajowe w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym, związanym z posiadanymi przez nie portfelami kredytów mieszkaniowych nominowanych w walutach obcych (głównie w CHF i w EUR). Taka strategia wykorzystywania operacji CIRS pozwalała bankom ograniczać ryzyko polegające na braku możliwości odnowienia krótkoterminowych operacji zabezpieczających fx swap w sytuacji zaburzeń na globalnych rynkach finansowych.

Tabela 5

Struktura podmiotowa transakcji na krajowym rynku walutowym w kwietniu 2013 roku (średnie dzienne obroty w mln USD)

Wyszczególnienie	Rezydent	Nierezydent	Razem – kwiecień 2013
Kasowe transakcje wymiany walut (<i>spot</i>)	1086	1238	2324
Walutowe umowy factoringowe (factoring eksportowy) i forfaitingowe (forfaiting właściwy) po stronie eksportera	2	1	3
Terminowe transakcje wymiany walut, w tym kontrakty <i>forward</i> i <i>futures</i> oraz kontrakty na różnice kursowe CFD (<i>Contracts for difference</i>)	451	13	464
Dwuwalutowe transakcje wymiany płatności odsetkowych (cross – <i>currency interest rate swap</i> – CIRS),	0	125	125
Swapy walutowe (<i>fx swap</i>)	666	3915	4581
Opcje walutowe (<i>fx option</i>)	26	44	70
Rynek walutowy (ogółem)	2231	5336	7567

Źródło: (*Wyniki badań obrotów...* 2013).

Struktura podmiotowa krajowego rynku walutowego ukazuje ponad dwukrotnie większą aktywność przedsiębiorstw zagranicznych. Największa aktywność firm zagranicznych występuje w segmencie swapów walutowych, co wskazuje na naturalną potrzebę nierezydentów działających w Polsce na posiadanie waluty polskiej do rozliczeń. Jedynym segmentem, w którym większość udziałów (97%) miały przedsiębiorstwa krajowe, są terminowe transakcje wymiany walut stosowane głównie do operacji zabezpieczających przed ryzykiem walutowym. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku transakcji terminowych bez fizycznej dostawy walut (*contracts for differences* – CFD) w kwietniu 2013 roku wyniosły 21 mln USD. Na krajowym rynku opcji walutowych w kwietniu 2013 obroty wyniosły 70 mln USD. Straty finansowe, które niektóre przedsiębiorstwa poniosły w latach 2008–2009 z tytułu zawartych strategii opcyjnych, spowodowały trwałe spadki zainteresowania tymi instrumentami jako jednym ze sposobów ograniczania ryzyka walutowego. Tylko kilka banków krajowych nadal oferuje klientom niefinansowym opcje walutowe.

Uwagi końcowe

Najpopularniejszymi instrumentami finansowymi dla korporacji zagranicznych mających działalność w Polsce są swapy walutowe. Natomiast dla przedsiębiorstw krajowych najpopularniejszymi instrumentami są terminowe transakcje wymiany waluty, w tym przede wszystkim kontrakty *forward*, które są wykorzystywane do operacji zabezpieczających przed ryzykiem walutowym. Na przestrzeni kilku lat rynek walutowy w Polsce ustabilizował wysokość dziennych obrotów netto na wartości ok. 7,5 mln USD. Ukazuje to ogromne znaczenie rynku walutowego we współczesnej gospodarce, a innowacyjność instrumentów finansowych na tym rynku powoduje, że tematyka ta jest ciągle aktualna i wymaga badań w sferze poznawczej i klasyfikacyjnej.

W nowej globalnej rzeczywistości gospodarczej przedsiębiorstwa, aby przetrwać i utrzymać się na rynku, muszą posiadać zdolność efektywnego zarządzania posiadanymi zasobami oraz potrafić przystosować się do stale zmieniającego się otoczenia. Ryzyko walutowe jest nieodłącznym elementem prowadzenia działalności gospodarczej w warunkach międzynarodowych. Odpowiednia organizacja zarządzania ryzykiem walutowym stanowi doskonałą pomoc w podnoszeniu finansowego poziomu bezpieczeństwa firmy. Ogromna użyteczność instrumentów zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym spowodowała, że weszły one na stałe jako element konieczny do stosowania w działaniach przedsiębiorstw. W ciągu ostatnich lat dodatkowo zwiększono zakres usług możliwych do wykorzystania, co doprowadziło do rozwoju instrumentów zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym. Wydzielone oddziały w firmie odpowiadające za zarządzanie ryzykiem finansowym stanowią ogromne źródło informacji, opisują i przestrzegają przed zmieniającą się rzeczywistością gospodarczą. Stwarza to możliwości rozwoju i doskonalenia strategii przeciwdziałania ryzyku kursowemu oraz pozwala na bezpieczną realizację inwestycji i działalności. W artykule przedstawiono dotychczasowy rozwój możliwych do stosowania instrumentów zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym. Rzeczywistość i warunki gospodarowania zmieniają się, tworzone są także nowe instrumenty możliwe do zastosowania, więc nie można zamknąć zarządzania ryzykiem kursowym w określone reguły postępowania, które byłyby optymalne w każdej sytuacji. Dlatego tak ważne jest, aby nad procesem zarządzania ryzykiem czuwał analityk ze swoją wiedzą, intuicją i doświadczeniem. Niewątpliwie temat zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym będzie ciągle żywy ze względu na konieczność stosowania nowych rozwiązań.

Literatura

- Begg D. (1992), *Makroekonomia*, PWE, Warszawa.
- Bernaś B. (2012), *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Best P. (2004), *Wartość narażona na ryzyko*, Dom Wydawniczy ABC Kraków, Kraków.
- Bilski J. (2006), *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa.
- BIS Quarterly Review (2011), s. A104, June 2011.
- Bodnar G.M., Gebhardt G. (2010), *Derivatives usage in risk management by German non – financial firms*.

- Borowiecki R. (2010), *Przedsiębiorstwo w obliczu wyzwań współczesnej gospodarki*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków.
- Crawford G., Sen B. (1998), *Instrumenty pochodne – narzędzie podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Liber, Warszawa.
- Dankowski K. (2009), *Kontrakty różnic kursowych CFD*, <http://mojafirma.infor.pl>.
- Ekonomia*. (1995), t. 2, red. R. Rapacki, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- <http://inwestycje.elfin.pl/przewodnik/1,1058,1922,rynek-walutowy.html> (20.01.2014).
- http://mfiles.pl/pl/index.php/Kontrakt_forward (15.01.2014).
- Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych (2010)*, raport z badania GUS, Warszawa.
- Jajuga K. (2009), *Wprowadzenie do inwestycji finansowych*, CEDUR, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Kudła J. (2009), *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa.
- Lech A. (2003), *Zarządzanie ryzykiem kluczem do stabilizacji*, Wydawnictwo WIB, Warszawa.
- Miciuła I., (2012), *Współczesne metody i instrumenty zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*, w: *Współczesne wyzwania gospodarowania i zarządzania*, Zeszyt Naukowy, nr 734, Studia i Prace, nr 28.
- Milewski M. (2012), *Forex*, Wydawnictwo Edgard, Warszawa.
- Wyniki badań obrotów na rynku walutowym (2013)*, NBP, www.nbp.pl, wrzesień.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 roku (2013)*, www.nbpportal.pl, NBP, Warszawa.
- Rynki, instrumenty i instytucje finansowe (2008)*, red. J. Czekaj, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Tarczyński W., Mojszewicz M. (2001), *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa.
- waluty.com.pl (9.02.2014).
- www.nbpportal.pl/prezentacje/rynek-walutowy-bez-tajemnic.html (20.01.2014).
- www.noblemarkets.pl/wprowadzenie/rynki/forex (15.01.2014).
- Zabiński K. (2002), *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Zając J. (2003), *Polski rynek walutowy w praktyce*, Wydawnictwo Liber, Warszawa.

EXTERNAL FINANCIAL INSTRUMENTS USED TO MANAGE FOREIGN EXCHANGE RISK BY COMPANIES IN POLAND IN THE YEARS 2007–2013

Abstract: *Purpose* – classification and quantitative analysis of external financial instruments used to manage foreign exchange risk by companies in Poland.

Design/Methodology/approach – quantitative analysis of contemporary turnover on the foreign exchange market in Poland in the years 2007–2013. Verification of empirical relationships and the proportion of values, also expressed in money.

Findings – current status and structure of the Polish market of external exchange rate risk management instruments. Comparison Polish FX derivatives market with foreign markets, for example the USA and Germany.

Originality/value – The crisis in the financial markets has contributed to the significant downturn of the global economy in recent decades and perturbations, including the foreign exchange market. The article described and classified contemporary instruments that companies can use to hedge against currency risk. The article analyzes the status and structure of the Polish market of external exchange rate risk management instruments used in economic practice.

Keywords: international finance, foreign exchange market, financial instruments, the company

Cytowanie

- Miciuła I. (2014), *Zewnętrzne instrumenty finansowe stosowane w zarządzaniu ryzykiem kursowym przez przedsiębiorstwa w Polsce w latach 2007–2013*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 65, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 217–229; www.wneiz.pl/frfu.

