

**Słowa kluczowe:** eksporter, kontrakt, opcja, ryzyko, waluta.

## TRANSAKCJE HEDGINGOWE JAKO FORMA ZABEZPIECZENIA PRZED RYZYKIEM KURSU WALUTOWEGO

### Wstęp

Ryzyko jest zjawiskiem bezustannie towarzyszącym działalności podmiotów gospodarczych. Jednym z podstawowych ryzyk we współczesnej gospodarce jest ryzyko kursu walutowego, czyli ryzyko zmian wartości jednej waluty w stosunku do innej waluty. Obecny system płynnych kursów walutowych stosowany przez większość rozwiniętych gospodarczo krajów, implikuje powstawanie ryzyka walutowego. Rynek walutowy jest największym, najbardziej płynnym i jednym z najefektywniejszych rynków finansowych na świecie. Prognozowanie zmian kursów walutowych i trendów jakie zachodzą na tym rynku nie jest rzeczą łatwą. Istnieją jednak instrumenty umożliwiające znaczne ograniczenie ryzyka związanego ze zmianami wartości walut uczestniczących w transakcjach handlowych lub finansowych. Operacje zabezpieczające przed ryzykiem na rynkach finansowych noszą nazwę „transakcji hedgingowych” od angielskiego czasownika „to hedge” co zaznaczy m. in. odgradzać się, zabezpieczać. Do tego typu transakcji wykorzystuje się najczęściej różne instrumenty pochodne lub strategie oparte na tych instrumentach.

Celem niniejszego opracowania jest zaprezentowanie podmiotów najbardziej narażonych na występowanie ryzyka kursu walutowego oraz ukazania kilku podstawowych sposobów zabezpieczenia się przed ryzykiem kursu walutowego przy pomocy instrumentów pochodnych oraz sposobów i metod jego pomiaru. Praca ma pokazywać ogólne ramy konstruowania strategii zabezpieczających oraz najczęściej popełniane błędy przy wykorzystywaniu instrumentów pochodnych do transakcji typu *hedge*. Ostatnia część pracy jest w pełni poświęcona problemowi, jaki powstał w latach 2008-2010 w polskich firmach prowadzących działalność eksportową. Problem ten dotyczył niewłaściwego wykorzystania instrumentów pochodnych do transakcji zabezpieczających.

### 1. Podmioty narażone na ryzyko kursu walutowego

W gospodarce rynkowej prowadzącej otwartą wymianę z zagranicą oraz stosującej w rozliczeniach międzynarodowych reżim płynnego kursu walutowego, powstaje problem ryzyka walutowego. Ryzyko walutowe jest rodzajem ryzyka systematycznego powstającego w wyniku zmian kursów walutowych<sup>425</sup>. Wynika ono ze zmienności popytu i podaży walut na rynkach międzynarodowych. Występuje wiele czynników, które wpływają na kursy walut.

<sup>424</sup> Praca napisana pod kierunkiem dra Piotra Kuropatwińskiego, Katedra Polityki Gospodarczej, Wydział Ekonomiczny Uniwersytetu Gdańskiego.

<sup>425</sup> M. Biegański, A. Janc, *Hedging i nowoczesne usługi finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 13.

Najprościej można je podzielić na czynniki długookresowe i krótkookresowe. Do determinant kursu walutowego w długim okresie zaliczamy m. in. bariery handlowe, istnienie dóbr nie będących przedmiotem wymiany międzynarodowej, preferencje konsumentów oraz wydajność pracy. Bardziej istotne są jednak czynniki krótkookresowe, czyli zmiany stóp procentowych i oczekiwania związane z kierunkami przyszłej polityki monetarnej poszczególnych państw, wydarzenia na rynkach finansowych oraz duże transakcje spekulacyjne wpływające na zmiany kursów walut<sup>426</sup>. Ilość tych czynników znacząco komplikuje prognozowanie przyszłych poziomów kursów walutowych. Powstające ryzyko wymaga podjęcia odpowiednich kroków, w celu zabezpieczenia się przez podmioty biorące udział w handlu międzynarodowym.

Podstawową grupą podmiotów gospodarczych, która powinna zawierać transakcje zabezpieczające są przedsiębiorstwa eksportujące lub importujące towary bądź usługi. Nie oznacza to, że inne podmioty w gospodarce rynkowej nie są narażone na ryzyko walutowe. Jednak dla przedsiębiorstw operujących zwykle dużymi kwotami, zabezpieczenie się przed ryzykiem walutowym ma dużo większe znaczenie niż dla osób fizycznych, ponadto koszty zabezpieczenia dużych transakcji zawieranych w walutach obcych dokonywanych przez przedsiębiorstwa są znikomo małe w stosunku do kosztów, które miałyby ponieść osoby fizyczne realizujące dużo mniejsze i realizowane nieregularnie operacje finansowe<sup>427</sup>. Banki natomiast mają bardzo rozwinięte systemy zarządzania ryzykiem. Są to instytucje na tyle wyspecjalizowane, aby skutecznie radzić sobie same z ryzykiem, podobnie Skarb Państwa i Bank Centralny. Przedsiębiorstwa eksportujące i importujące nie dysponują kadrą specjalistów z dziedziny zarządzania ryzykiem walutowym, tak więc często tworzą strategie zabezpieczające wspólnie z bankami, które oferują pośrednictwo w kupnie lub sprzedaży odpowiednich instrumentów finansowych. Patrząc z perspektywy przedsiębiorstwa warto, aby ono samo miało jak największy wpływ na tworzenie tego typu strategii, a bank bardziej występował tu w roli pośrednika między przedsiębiorstwem, a rynkiem finansowym, ponieważ znane są przypadki, w których banki wprowadzały w błąd przedsiębiorstwa oferując im za ich zgodą niewłaściwe formy zabezpieczeń. Wynikało to najczęściej z niewiedzy przedsiębiorstw dotyczącej sposobów działania niektórych instrumentów finansowych<sup>428</sup>. Ryzyko walutowe odzwierciedla się głównie w trzech obszarach związanych z działalnością przedsiębiorstw: księgowo-sprawozdawczym, transakcji bieżących i długotrwałej działalności operacyjnej.

Niniejsze opracowanie skupia się na ryzyku pochodzącym z bieżących transakcji operacyjnych. Ten rodzaj ryzyka oznacza, że wartość transakcji handlowej denominowanej w obcej walucie, może ulec zmianie od momentu zawarcia umowy, do momentu realnej płatności i wymiany obcej waluty na walutę krajową<sup>429</sup>. Wahania walut wywierają ogromny wpływ na dochodowość przeprowadzanych przez przedsiębiorstwo transakcji. Za przykład może tu posłużyć polski eksporter sprzedający swoje towary za granicą i otrzymujący zapłatę w walucie obcej np. EUR. Warto podkreślić, że wszystkie zobowiązania wobec pracowników oraz koszty wytworzenia usług bądź wyrobów reguluje on w PLN. Implikuje to powstawanie w jego działalności ryzyka walutowego, ponieważ od momentu zapłaty zobowiązań w PLN do momentu otrzymania należności w EUR mija czas, w którym relacje kursu walutowego

---

<sup>426</sup> J. Rymarczyk, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2010, s. 178 – 187.

<sup>427</sup> M. Szmelter, *Charakterystyka rynku walutowego*, [w:] *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, red. E. Pietrzak, M. Markiewicz, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2010, s. 229-233.

<sup>428</sup> Przypadek problemów z opcjami polskich eksporterów 2008-2010.

<sup>429</sup> D. Meniów, G. Ochędzan, Z. Wilimowska, *Instrumenty zabezpieczające w transakcjach walutowych*, AJG, Bydgoszcz 2003, s.70-72.

EUR/PLN mogą ulec zmianie. Jeżeli np. początkowo kurs EUR/PLN wynosił 3,50 PLN za euro, a obecnie wynosi 3,00 PLN za euro, to eksporter ten traci z powodu umocnienia się złotówki. Może on również uzyskać dodatkowy zysk w przypadku umocnienia się kursu euro z 3,50 do 4,00. Jednak bardziej zależy mu, aby kurs tych walut pozostał bez zmian, ponieważ może on wtedy łatwiej zarządzać ponoszonymi kosztami i planować przyszłe przychody. Element niepewności w działalności gospodarczej jest zawsze zagrożeniem dla finansów przedsiębiorstwa.<sup>430</sup>

## 2. Zabezpieczanie przed ryzykiem walutowym za pomocą instrumentów pochodnych

Ochrona przed ryzykiem walutowym jest najczęściej przeprowadzana poprzez zakup instrumentów rynku finansowego. Mają one zazwyczaj formę instrumentów pochodnych. Transakcje takie dokonywane są na rynkach giełdowych regulowanych, jak i na rynkach pozagiełdowych OTC (ang. *Over-the-counter*). Operacje tego typu są dokonywane za pośrednictwem podmiotów finansowych takich jak banki<sup>431</sup>.

### 2.1. Pomiar ryzyka walutowego

Aby skutecznie zarządzać ryzykiem walutowym, należy w sposób maksymalnie obiektywny dokonać jego pomiaru. Można w tym celu użyć metody typu VaR (ang. *Value at Risk*). Metoda ta jest najczęściej stosowana do pomiaru ryzyka rynkowego. Jest to typowa miara wynikająca ze statystycznego rozkładu ryzyka. Określa ją się jako stratę wartości o prawdopodobieństwie wystąpienia w określonym okresie, według zadanego poziomu tolerancji<sup>432</sup>. W najprostszej postaci oblicza się ją w sposób następujący:

$$VaR = \text{Ekspozycja} \cdot k \cdot \sigma_t \cdot \sqrt{t}$$

gdzie:

$k$  – mnożnik określony na podstawie poziomu ufności;

$\sigma_t$  – odchylenie standardowe z  $t$  okresów;

$t$  – ilość przyjętych okresów;

VaR jest prostą w interpretacji i obliczeniach techniką mierzenia ryzyka. Aby ją uzyskać należy przyjąć wartość, która jest obciążona ryzykiem. Następnie należy określić poziom ufności na podstawie przyjętego założenia w procentach, np. 99% dla takiego założenia poziom ufności wyniesie w przybliżeniu  $k = 2,33$ . Kolejnym krokiem jest policzenie odchylenia standardowego, ze zmian cen instrumentu, z którego jest zbudowany portfel narażony na ryzyko. W naszym przypadku będą to zmiany cen walut. Ostatnim krokiem jest uzyskanie pierwiastka drugiego stopnia z liczby przyjętych do analizy okresów. Aby otrzymać VaR należy przemnożyć przez siebie wyżej ustalone wartości. Otrzymany wynik interpretujemy jako wartość, którą możemy utracić w określonym okresie z zadanym prawdopodobieństwem dla poziomu ufności  $k=2,33$  będzie to jednocentowe prawdopodobieństwo utraty części narażonej na ryzyko. VaR ma kilka podstawowych wad. Ukazuje nam jedynie jakie jest prawdopodobieństwo utraty pewnej

<sup>430</sup> W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2005, s. 299-302.

<sup>431</sup> P. Borkowski, *Zarządzanie ryzykiem finansowym przedsiębiorstwa (praca doktorska)*, Uniwersytet Gdański Wydział Ekonomiczny, Sopot 2003, s. 145 – 146.

<sup>432</sup> K. Jajuga, *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2007, s. 99.

kwoty. Nie ukazuje maksymalnej straty na portfelu inwestycji. VaR jest również metodą, która mierzy straty dla rynku o „normalnych” ruchach. Jeżeli rynek walutowy nie będzie się charakteryzował w przyszłości prawidłową estymacją statystyczną przydatność metody VaR znacznie się obniży. Podstawową zaletą metody VaR jest wstępna analiza tego, czy przedsiębiorstwo może sobie pozwolić na stratę jaka zostaje w przybliżeniu określona przez tą metodę. Nie jest to metoda doskonała, ale pozwala określić wstępnie wielkość ryzyka walutowego na jakie jest narażony podmiot operujący na rynku walutowym<sup>433</sup>. Istnieją też inne skuteczne, ale za to również bardziej skomplikowane i rzadziej stosowane metody pomiaru ryzyka np. symulacja Monte Carlo będąca już modelem stochastycznym, czyli biorącym pod uwagę zmienne losowe<sup>434</sup>.

## 2.2. Transakcje forward i futures

Używając instrumentów pochodnych w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem należy pamiętać, aby stopień zabezpieczenia w transakcji finansowej nie przekraczał wielkości transakcji, wynikającej z prowadzenia działalności podstawowej przedsiębiorstwa. Również odwrotna sytuacja jest niepożądana, ponieważ niedostateczne zabezpieczenie wartości narażonej na ryzyko walutowe niesie za sobą możliwość utraty części niezabezpieczonych środków. Warto pamiętać, aby starać się zabezpieczyć możliwie jak najbardziej efektywnie. W najlepszym przypadku zabezpieczenie instrumentem finansowym powinno wynieść 100%<sup>435</sup>. Należy podkreślić, że lepiej jest zarobić mniej z powodu skutecznego zabezpieczenia przed ryzykiem, niż narazić się na utratę znacznie większych środków po podjęciu gry spekulacyjnej.

Najprostszymi instrumentami zabezpieczającymi przed ryzykiem związanym ze zmiennością cen walut, są kontrakty typu forward i futures. Kontrakt forward to transakcja zobowiązująca do zakupu lub sprzedaży danego instrumentu, w tym przypadku waluty, w przyszłości po określonej cenie w określonym czasie. Kontrakt forward jest instrumentem nie standaryzowanym, co sprawia, że może być zawarty na dowolny dzień i na dowolne kwoty, wszystko zależy od umawiających się stron. Forwardy występują na rynkach OTC. Na podobnej zasadzie działają kontrakty futures wyróżniają się jednak tym, że jest to instrument standaryzowany notowany na regulowanych rynkach obrotu, co sprawia, że ryzyko jest przejmowane przez daną giełdę (izbę rozrachunkową). W przypadku kontraktów futures terminy dostawy najczęściej są określane w miesiącach, obie strony są zobowiązane zawsze wnosić depozyt, a kontrakty są rozliczane codziennie. Należy podkreślić, że w odróżnieniu od kontraktów forward, przy kontraktach futures rzadziej dochodzi do dostawy określonego przedmiotu kontraktu np. waluty<sup>436</sup>. Jak wynika z badań polskich przedsiębiorstw<sup>437</sup>, zabezpieczających się przed ryzykiem kontrakty forward stanowią instrument bardzo często używany do hedgingu walutowego. Używanie w zabezpieczeniach kontraktów futures nie jest tak popularne, jednak daje większą gwarancję wypełnienia zobowiązania przez uczestników transakcji. Prosty mechanizm działania kontraktów forward i futures zachęca przedsiębiorców do wybierania ich jako instrumentów zabezpieczenia przed ryzykiem.

<sup>433</sup> D. Meniów, G. Ochędzan, Z Wilimowska, op. cit., s. 94-99.

<sup>434</sup> P. Borkowski, op. cit., s. 190-201.

<sup>435</sup> I. Sobol, *Pojęcie, rodzaje oraz funkcje pochodnych instrumentów finansowych*, [w:] *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, op. cit., s. 417.

<sup>436</sup> M. Kalinowski, *Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 57-59.

<sup>437</sup> Badanie na temat ryzyka walutowego i sposobów zabezpieczania się przed nim prowadzone przez WGI i IG WSIiZ wśród przedsiębiorców z listy 500 największych firm w Polsce.

Przykładowo polski eksporter wie, że otrzyma płatność w wysokości 100 tys. euro za trzy miesiące. Obecnie cena EUR/PLN wynosi 3,50 PLN za 1 EUR. Postanawia więc zabezpieczyć się przed spadkiem kursu i sprzedaje kontrakt forward (zajmuje krótką pozycję) na 100 tys. EUR z terminem zapadalności za trzy miesiące po cenie 3,50 PLN za euro. W przypadku spadku kursu EUR/PLN do poziomu 3,00 PLN za 1 EUR straci 50 tys. PLN z rozliczenia transakcji, wynikającej z jego działalności operacyjnej, ale zyska 50 tys. PLN z rozliczenia kontraktu forward. Odwrotnie powinien postąpić importer zajmując pozycję długą w kontrakcie forward lub futures czyli „grać” na wzrost cen euro wobec złotówki, co pokryje jego ewentualną stratę z transakcji rzeczywistej. Ten prosty przykład pokazuje mechanizm działania kontraktu forward jako instrumentu zabezpieczającego. W obliczeniach nie został wzięty jednak pod uwagę koszt transakcji, jakim dla kontraktu forward jest spread walutowy<sup>438</sup>. Do tego w ofertach stosowanych przez brokerów walutowych znajduje się najczęściej konieczność uiszczenia depozytu oraz koszty związane z naliczaniem punktów forwardowych<sup>439</sup>. W momencie kiedy na kontrakcie walutowym forward lub futures pojawia się strata, jest ona odliczana od depozytu, a posiadacz kontraktu jest zobowiązany do uzupełnienia wymaganego depozytu. Dla przedsiębiorców rodzi to problem posiadania wolnych środków finansowych w postaci gotówki, która do momentu wygaśnięcia kontraktu musi pozostawać zamrożona, w celu pokrycia ewentualnych strat z racji posiadania kontraktu. Jak wiadomo sytuacją niepożądaną dla przedsiębiorstwa jest utrzymywanie zbyt dużych zapasów gotówki, która nie może efektywnie brać udziału w finansowaniu bieżącej działalności lub inwestycji. Dodatkowo przedsiębiorstwo w okresie wysokiej inflacji ponosi duży koszt alternatywny utrzymywania depozytów gotówkowych<sup>440</sup>. Warto zwrócić uwagę, że mimo prostego mechanizmu i stosunkowo niskich kosztów zawarcia transakcji forward lub futures samo jej utrzymywanie przez dłuższy okres, może być kosztowne zwłaszcza dla przedsiębiorstw o niskiej płynności gotówkowej.

### 2.3. Transakcje hedgingowe przy użyciu opcji walutowych

Opcja jest to kontrakt dający prawo kupna lub sprzedaży pewnej ilości rzeczywistych instrumentów finansowych po określonej z góry cenie wykonania, do określonego terminu lub w określonym terminie<sup>441</sup>. Zaletą opcji w zabezpieczeniu przed ryzykiem kursu walutowego jest to, że daje ona możliwość nie obowiązek rozliczenia transakcji po określonym kursie. Negatywną stroną opcji jest konieczność płacenia premii opcyjnej, przez kupującego ten instrument dla wystawcy. Jednak kupujący ma z góry określony poziom straty jaki poniesie na transakcji walutowej, co odróżnia ten instrument od kontraktu forward lub futures, w przypadku których ewentualna strata jest nieograniczona. Do tego przy użyciu opcji jest możliwe tworzenie bardziej skomplikowanych strategii zabezpieczających, dających czasami lepsze efekty. Wracając do przykładu polskiego eksportera najodpowiedniejszą dla niego strategią jest zakup opcji put dającej prawo do sprzedania waluty po określonej cenie w zamian za uiszczenie premii opcyjnej. Załóżmy, że eksporter otrzyma płatność w euro wynoszącą 100 tys. za trzy miesiące po czym będzie musiał zamienić tą kwotę na złotówki. Obecny kurs EUR/PLN wynosi 3,50 PLN za EUR. Eksporter w takim przypadku kupuje opcję put z ceną wykonania 3,50 PLN za EUR z terminem dostawy 100 tys. EUR za trzy miesiące.

<sup>438</sup> Spread walutowy to różnica pomiędzy ceną kupna waluty a ceną sprzedaży.

<sup>439</sup> Punkty forwardowe to różnica między kursem walutowym terminowym a kursem spot. Odzwierciedlają one dysparytet stóp procentowych w różnych krajach.

<sup>440</sup> W. Bień, op. cit., s. 208-213.

<sup>441</sup> A. J. Baird, *Rynek opcji*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 1998, s. 20.

Założmy, że premia opcyjna wynosi 10 tys. PLN. Jest to jedyny koszt jaki ponosi eksporter w tym przypadku. Jeżeli cena EUR/PLN za trzy miesiące będzie wynosić 4,00 PLN za euro eksporter może zrezygnować z wykonania opcji i sprzedać walutę na rynku spot, co da mu w ostatecznym rozliczeniu dodatkowy zysk, ponieważ za sprzedane 100 tys. euro uzyska 400 tys. PLN minus koszt premii opcyjnej w wysokości 10 tys. PLN. Da to ostateczny wynik w wysokości 390 tys. PLN czyli o 30 tys. PLN lepszy niż w przypadku wykonania opcji lub w przypadku skorzystania z kontraktu forward lub futures.

W przypadku, gdy kurs spadnie do poziomu 3,00 PLN za 1 EUR jedyną stratą eksportera będzie premia opcyjna w wysokości 10 tys. PLN, wtedy eksporter skorzysta z prawa wykonania opcji. W skrajnych przypadkach zabezpieczenie oparte na opcji może przynieść zyski. W przypadku importera powinien on kupić opcję typu call czyli zapłacić za możliwość zakupu waluty po określonej cenie. Da mu to możliwość wykonania tej opcji w przypadku kiedy kurs przekroczy cenę wykonania ustaloną w momencie zawierania transakcji lub zaniecha jej wykonania i zakupi walutę na rynku spot, w momencie kiedy kurs waluty będzie niższy od ustalonego. Konfrontując ze sobą instrumenty typu forward i futures oraz opcje należy podkreślić, że ich stosowanie jest głównie uzależnione od dynamiki wahań rynku walutowego, na którym działa podmiot zawierający transakcje. W przypadku płytkich ruchów rynku lepszą strategią są kontrakty terminowe, ze względu na brak kosztów związanych z płaceniem premii opcyjnej. W przypadku rynku o dynamicznych zmianach, lepszą strategią jest wykorzystanie opcji walutowych, ponieważ istnieje szansa na uzyskanie dodatkowych dochodów. Niektóre firmy w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem stosują również strategie opcyjne np. strategia delta hedgingu opierająca się na wskaźniku delta, który bada wrażliwości cen opcji na zmiany cen instrumentu podstawowego<sup>442</sup>. Najczęstszą wadą strategii opcyjnych jest ich koszt lub nieodpowiednie zastosowanie powodujące, że podmiot zabezpieczający się przed ryzykiem staje się spekulantem.

### **3. Przypadek niewłaściwego wykorzystania opcji walutowych w transakcjach zabezpieczających przez polskich eksporterów**

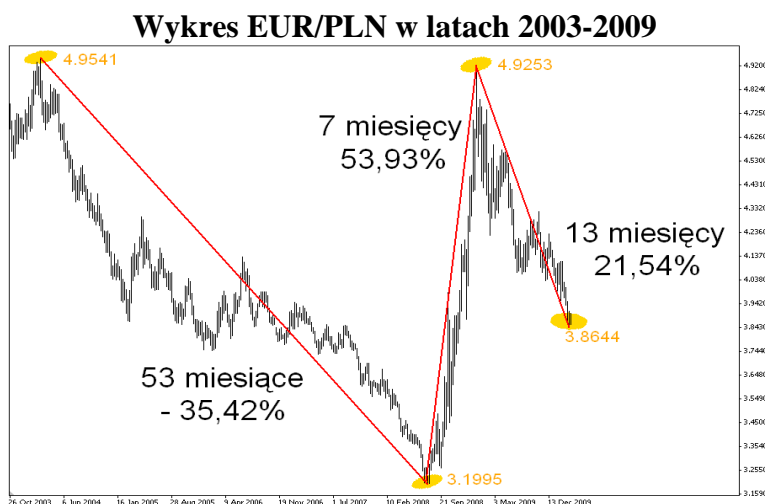
Szeroko znany jest przypadek niewłaściwego zastosowania strategii opcyjnej do zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym przez polskich eksporterów. Wyżej wymieniona sytuacja miała miejsce w okresie od 2008 do 2010 roku, ale skutki finansowe jakie poniosły polskie firmy zajmujące się eksportem i korzystające ze strategii opcyjnych odczuwane są przez nie do dziś. Najwięcej niewłaściwych produktów zabezpieczających sprzedawały przedsiębiorcom banki polskie i zagraniczne. Banki oferowały eksporterom tzw. zero kosztowe strategie zabezpieczające złożone z dwóch, a czasami trzech opcji lub dwóch opcji o różnych nominałach. Najlepszą strategią zabezpieczającą dla eksportera jest zakup opcji put (sprzedaży). Jednak wiąże się to z ponoszeniem przez niego kosztów w postaci premii opcyjnej, która często wynosi kilka procent wartości całej zabezpieczanej kwoty. Aby uniknąć płacenia premii banki zaproponowały firmom eksportującym wystawianie dodatkowo opcji call czyli opcji zakupu, za którą eksporter dostawał premię opcyjną, ale zobowiązywał się do ponoszenia nieograniczonych strat w przypadku spadku ceny instrumentu bazowego (w tym przypadku była to waluta). Taka strategia nosi nazwę strategii korytarza<sup>443</sup>. W niektórych umowach banki dodatkowo

<sup>442</sup> K. Jajuga, *Inwestycje*, PWN, Warszawa 2008, s. 277-278.

<sup>443</sup> J. Mazurek, *Toksyczne opcje*, „CFO Magazyn Finansistów”, marzec 2009, nr 3.

podwyższyły wartość premii opcyjnej jaką dostawał przedsiębiorca, zwiększając nominal wystawianej opcji call i narażając eksportera na dodatkowe straty w przypadku spadku kursu złotówki wobec innej waluty. W przedstawionej sytuacji eksporterzy mniej lub bardziej świadomie stali się spekulantami. Cały ten mechanizm został nakręcony głównie przez analizy, które wskazywały w większości na kontynuowanie umacniania się złotówki wobec innych walut. Najwięcej wystawianych i kupowanych opcji dotyczyło pary walutowej EUR/PLN ponieważ to do krajów Europy Zachodniej jest skierowane około 70% polskiego eksportu.

Rysunek nr 1



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych [www.xtb.pl](http://www.xtb.pl), 10.12.2009.

Prognozy dotyczące kursu EUR/PLN nie sprawdziły się. W sierpniu 2008 roku rozpoczęło się bardzo dynamiczne umacnianie euro wobec złotówki, które przez 7 miesięcy skorygowało wcześniejszy ruch spadkowy trwający około 53 miesiące. Tak szybkie umocnienie się euro spowodowało, że eksporterzy korzystający ze strategii opcyjnych zawierających wystawione opcje call, zaczęli ponosić straty z działalności finansowej. Najwięcej straciły te firmy, które wystawiły opcje call o nominalach przewyższających kupione opcje put. Wiele z tych podmiotów otarło się o upadłość, a całą sprawą zajmował się nawet Sejm RP.

Opisana sytuacja najdobitniej pokazuje jak ważne jest odpowiednie wykorzystanie instrumentów pochodnych w zabezpieczeniu się przed ryzykiem kursowym. Faktem jest, że w całej sprawie „toksycznych opcji” walutowych dużo winy ponoszą banki, które często konstruowały umowy hedgingowe w taki sposób, aby namówić jak najwięcej przedsiębiorstw do zakupu tych produktów finansowych, zwanych czasami asymetrycznie złożonymi instrumentami pochodnym. Nazwa ta ma związek z asymetrią nominalów opcji wystawianych call, które były większe od opcji kupowanych put. Niektóre badania ukazują, że za pośrednictwem w oferowaniu polskim eksporterom strategii opcyjnych stały zagraniczne banki, które potem znacząco przyczyniły się do umocnienia euro wobec złotówki<sup>444</sup>. Jednak największą winę ponoszą firmy eksportujące, które najprawdopodobniej nie wzięły pod uwagę wszystkich czynników ryzyka, jakie towarzyszyły zawieraniu wyżej wymienionych transakcji.

<sup>444</sup> M. Andrzejewski, *Analiza i mechanizm działania wirusa wywołującego kryzys finansowy w Polsce*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2009, s. 1-12.

## Podsumowanie

Ryzyko walutowe jest bardzo istotnym ryzykiem dla firm eksportujących i importujących. Bardzo ważne jest, że w momencie dużego wzrostu działalności eksporterzy i importerzy powinni skorzystać z instrumentów finansowych w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym. Warto podkreślić, że proces hedgingu powinien zacząć się od ustalenia wielkości ryzyka jakie ponosi przedsiębiorstwo, np. przez jego pomiar za pomocą metody VaR. Należy pamiętać, że aby skutecznie zabezpieczyć się przed ryzykiem walutowym należy zawierać takie transakcje na rynku finansowym, które odpowiadają przeciwstawnej transakcji realnej. Instrumenty pochodne używane do hedgingu muszą być wystawiane na okres, w którym nastąpi rzeczywista wymiana waluty. Również nominalnie muszą odpowiadać transakcji, jaka ma być zawarta oraz cena ich wykonania powinna być taka sama jak cena waluty przyjęta do kalkulacji przychodów z transakcji kasowej. Warto używać możliwie najprostszych instrumentów pochodnych, ponieważ bardziej skomplikowane strategie mogą spowodować, że podmiot zabezpieczający się przed ryzykiem stanie się spekulantem i poniesie straty, które zachwieją istotnie jego sytuacją finansową i wiarygodnością jako przedsiębiorcy.

## Streszczenie

W opracowaniu zostały przedstawione proste sposoby pomiaru i zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym. Ukazano jakie podmioty są najbardziej narażone na ryzyko walutowe. Podano przedstawiono argumenty za koniecznością zabezpieczania się oraz skonfrontowano ze sobą dwie metod zabezpieczania się przed ryzykiem. Do tego opracowanie zakończono opisem przypadku niewłaściwego wykorzystania instrumentów pochodnych w celu zabezpieczania się przed ryzykiem przez polskie firmy eksportujące.

## Summary

The study was presented simple ways of measuring and hedging currency risk. It shows the economic entities are the most exposed to currency risk. Given argues for the need to protect themselves and confronted with each other two methods of protection against risk. For this description of the completion of the misuse of derivatives to hedge against risk by Polish companies exporting.

## Bibliografia

1. Andrzejewski M., *Analiza i mechanizm działania wirusa wywołującego kryzys finansowy w Polsce*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2009.
2. Baird A. J., *Rynek opcji*, Dom wydawniczy ABC, Kraków 1998.
3. Biegański M., Janc A., *Hedging i nowoczesne usługi finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.
4. Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2005.
5. Borkowski P., *Zarządzanie ryzykiem finansowym przedsiębiorstwa (praca doktorska)*, Uniwersytet Gdański Wydział Ekonomiczny, Sopot 2003.
6. Jajuga K., *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2007.
7. Jajuga K. Jajuga T., *Inwestycje*, PWN, Warszawa 2008.



8. Kalinowski M., *Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2007.
9. Mazurek J., *Toksyczne opcje*, „CFO Magazyn Finansistów”, marzec 2009, nr 3.
10. Meniów D., Ochędzan G., Wilimowska Z., *Instrumenty zabezpieczające w transakcjach walutowych*, AJG, Bydgoszcz 2003.
11. Pietrzak E., Markiewicz M., *Finanse Bankowość i Rynki Finansowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2010.
12. Rymarczyk J., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2010.