

## POCHODNE WALUTOWE W GOSPODARCE POLSKIEJ W DOBIE SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO

### 1. Zabezpieczanie kursów walutowych

Kierowanie przedsiębiorstwem wymaga między innymi zarządzania ryzykiem. Skuteczne zarządzanie ryzykiem zapewnia jego transferowanie na podmioty trzecie (pozbycie się ryzyka np. ubezpieczenie) lub eliminowanie go (zrezygnowanie z czynnika niepewnego).

Jednym z czynników niepewnych dla przedsiębiorstwa, które prowadzi handel zagraniczny, jest z pewnością kurs walutowy. Ryzyko, które niesie ze sobą kurs walutowy, polega na nieznaności wartości waluty rozliczeniowej w przyszłości. Można określić kurs bieżący, po jakim transakcja może zostać przeprowadzona w określonej chwili, ale nie można określić kursu bieżącego w innym momencie czasu. Zarządzając kursem walutowym tak jak czynnikiem ryzyka, można go eliminować (np. fakturowanie w walucie rozliczeniowej eksportera, unia walutowa) lub transferować poprzez instrumenty zabezpieczające kurs wymiany.

Zabezpieczenie kursów walutowych polega więc na zapewnieniu określonego kursu wymiany w przyszłości. Kurs wymiany powinien zapewniać rentowność. Niesłuszne jest w tym kontekście znane w literaturze podejście, iż na zabezpieczeniu można stracić lub zyskać w zależności od kształtowania się sytuacji. Podejście, które rozważa zyskowność przeprowadzonej transakcji zabezpieczającej z ujęcia *post hoc* jest zwykłym podejściem spekulacyjnym. Istotą zabezpieczenia jest przecież jedynie eliminowanie ryzyka.

W tym miejscu należy przedstawić metody *hedgingu*. Pomimo ich mnogości nie wszystkie są w Polsce powszechnie wykorzystywane. W niniejszym opracowaniu przedstawione zostaną jedynie te, które są stosowane przez polskie banki. Będą to:

- kontrakty terminowe typu *forward*,
- opcje walutowe typu *plain vanilla*,
- złożone pochodne strategie.

---

<sup>257</sup> Praca napisana pod kierunkiem dr Iwony Sobol, Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny Uniwersytetu Gdańskiego.

Kontrakty terminowe to zasadniczo najprostszy typ zabezpieczenia. Kontrakt terminowy polega na zakupie określonej ilości waluty po określonym kursie w z góry sprecyzowanym terminie, kiedy to następuje faktyczna dostawa waluty<sup>258</sup>. Warto w tym momencie przedstawić anatomie tego instrumentu. Bank zawierając taką transakcję z przedsiębiorstwem do obliczenia kursu terminowego używa kursu *spot* i odpowiednich stawek procentowych *bid* i *offer*. Dla przykładu: EUR, które firma sprzedaje w trzymiesięcznej transakcji terminowej, jest pożyczane przez bank na rynku międzybankowym w dniu zawarcia umowy i od razu sprzedawane. Uzyskane w ten sposób PLN lokowane są na okres trzech miesięcy. Jeśli oprocentowanie depozytu PLN będzie wyższe niż kredytu w EUR, wtedy kurs terminowy będzie przewyższał kurs *spot*. Różnica między kursem *spot* a kursem terminowym to tak zwane punkty swapowe.

Wydaje się, iż *forward* pozwala on zabezpieczać jedynie określoną kwotę w określonym dniu. Banki stworzyły już różne zmodyfikowane kontrakty terminowe o wielu przydatnych cechach. Znane są tzw. uśrednione *forwardy*, które umożliwiają zakontraktowanie określonej liczby okresowych transakcji wymiany walutowej, po jednym kursie, a nie jak w przypadku zwykłego *forwarda* po innym kursie dla każdej zakontraktowanej transakcji. Kontrakt terminowy poprzez *swapa fx* można również skrócić lub wydłużyć w zależności od potrzeb. Dodatkową zaletą jest prostota takiego instrumentu. Wiele banków, dając do dyspozycji platformy transakcyjne, umożliwia zawieranie kontraktów terminowych samemu przez użytkownika systemu. Za dużą wadę *forwarda* należy uznać brak możliwości poprawiania kursu wykonania kontraktu (*strike prize*) ponad punkty swapowe.

\Kolejnym instrumentem, który może posłużyć do zabezpieczenia kursu walutowego, jest opcja walutowa. Prosta opcja walutowa to umowa dająca kupującemu prawo, ale nie zobowiązanie do kupna lub sprzedaży waluty po ustalonej cenie w określonym terminie w przyszłości. Kupujący płaci sprzedającemu premię za to prawo. Ten niezmiernie ciekawy instrument jest praktycznie nieużywany przez przedsiębiorstwa w czystej swojej postaci. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy jest fakt, iż za opcję trzeba zapłacić tzw. premię, która jest pobierana przez jej wystawcę i stanowi jego zarobek. Koszt danej opcji, czyli premia, zależy od kilku czynników, m.in. kursu *spot*, kursu efektywnego (wymiany w przyszłości), wolumenu

---

<sup>258</sup> *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, red. E. Pietrzak, M. Markiewicz, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 239.

transakcji, jej długości oraz współczynnika zmienności (*volatility*). Długość okresu ważności opcji wpływa dodatnio na cenę opcji. Im dłuższy okres, na jaki sprzedawca opcję wystawił, tym wyższa będzie jej cena, gdyż dłuższy będzie okres niepewności, co do przyszłego kształtowania się kursu. Cena opcji zależy wprost proporcjonalnie od wolumenu, na jaki opcja opiewa. Kurs wymiany w przyszłości będzie determinował cenę opcji poprzez zbliżanie się do kursu *spot*. Im bliższej kursowi wymiany do kursu *spot*, tym opcja droższa. Istotną rolę w przypadku kształtowania się premii za opcję odgrywa zmienność. Zmienność określa spodziewane wahania kursu waluty w przyszłości. Wyższa zmienność na danej parze walutowej daje większe szanse na osiągnięcie określonego kursu w przyszłości. Zmienność w przypadku wyceny opcji składa się z trzech czynników. Pierwszy z nich to zmienność historyczna, określona na podstawie przeszłych kursów. Drugi to zmienność implikowana, która jest przewidywana przez rynek międzybankowy. Ostatni to zmienność oczekiwana, określana przez wystawcę. Złożenie tych trzech zmienności daje współczynnik *volatility*. Zatem im wyższa zmienność, tym wyższa cena opcji.

Obecnie znanych jest wiele rodzajów opcji. Opcja, która daje możliwość wykonania zawartych w niej praw przez pewien okres czasu to opcja amerykańska. Opcja europejska, z kolei, zapada jedynie w określonym dniu, ale jest od swojej amerykańskiej odpowiedniczki zdecydowanie tańsza. Instrumenty opcyjne, bardziej złożone i obwarowane dodatkowymi postanowieniami, to opcje egzotyczne. Wśród nich należy wymienić opcje barierowe, które aktywują się lub dezaktywują po osiągnięciu jakiegoś poziomu kursu walutowego. Ich cena jest odmienna od zwykłych opcji, dzięki czemu są z powodzeniem wykorzystywane przez banki do budowania strategii zabezpieczających ryzyko walutowe. Warto jeszcze w tym miejscu wymienić opcję binarną, w której w momencie spełnienia określonego warunku następuje wypłata pewnej kwoty pieniędzy. Jest ona często wykorzystywana do tworzenia tzw. lokat strukturyzowanych z gwarancją zwrotu kapitału (za odsetki ze zwykłej lokaty nabywa się opcję binarną).

Ważne jest, jak z opcjami postępuje bank. Są trzy reguły takiego postępowania. Po pierwsze, bank może zamknąć transakcję na rynku międzybankowym. W takim przypadku staje się on jedynie pośrednikiem w transakcji między przedsiębiorstwem a inną instytucją finansową. Banki pobierają prowizję za takie pośrednictwo, która jest różnicą między kwotą zapłaconą za opcję, a otrzymaną. Po drugie, istnieje możliwość tzw. *strippowania*, czyli odsprzedawania opcji w

częściach poprzez instrumenty zabezpieczające zmienność. Ostatnim sposobem jest zagranie prawdziwie spekulacyjne, czyli pozostanie z pozycją otwartą. Wtedy mówi się o „braniu opcji na własną książkę”.

Można zauważyć dwa odrębne podejścia do opcji. Jedno z nich jest nastawione na transferowanie ryzyka na podmioty trzecie. Drugie zakłada grę spekulacyjną.

Złożone instrumenty pochodne to struktury składające się z kilku opcji walutowych. Złożenie to powoduje powstanie produktów syntetycznych, które przy zastosowaniu odpowiednich derywatów mogą cechować się różnymi właściwościami. Główną zaletą takiej struktury jest możliwość wzniesienia kursu wykonania wysoko ponad obowiązujący w danym momencie kurs *spot* (lub oczywiście obniżenia kursu jeśli kontrahent walutę kupuje). Zazwyczaj w takiej sytuacji przedsiębiorstwo kupuje opcję od banku, zarazem inną opcję sprzedając. Dąży się do stanu, w którym obie opcje mają taką samą cenę, dzięki czemu strategia jest zerokosztowa. Aby kurs wykonania opcji był wyższy od obowiązującego w momencie zawierania transakcji kursu rynkowego, podwyższa się cenę opcji sprzedawanej przez przedsiębiorstwo lub obniża cenę opcji kupowanej. Ceną opcji manipuluje się poprzez wskaźniki, które zostały wymienione powyżej. Można również stosować tzw. opcje barierowe, które zakładają włączenie się albo wyłączenie po osiągnięciu jakiegoś poziomu kursu. Dzięki tej właściwości są tańsze.

Te trzy wyżej wymienione metody stosowane są w Polsce w celu zabezpieczania ryzyka kursowego. Należy nadmienić, iż najrzadziej, z racji faktu, że trzeba za nie zapłacić, stosowane są opcje waniliowe – *plain vanilla*. Kontrakty *forward* stosowane są najczęściej, ale do transakcji pojedynczych, zazwyczaj do zabezpieczania faktur. Natomiast złożone instrumenty pochodne stosowane są najczęściej do zabezpieczania rocznej ekspozycji walutowej.

## **2. Sytuacja makroekonomiczna w latach 2006-2008**

Silny rozwój gospodarczy, który miał miejsce w latach 2006-2008 z pewnością w Polsce już się skończył. Tamte lata przyniosły wysoki wzrost PKB, który niósł ze sobą malejącą stopę bezrobocia. Polskie przedsiębiorstwa skorzystały na ogólnym pozytywnym trendzie rozwojowym i znacznie zwiększyły przychody eksportowe. Istotnym bodźcem była postępująca integracja europejska. Umożliwiła ona nawiązanie kontaktów z wieloma kontrahentami i rozwinięcie działalności na

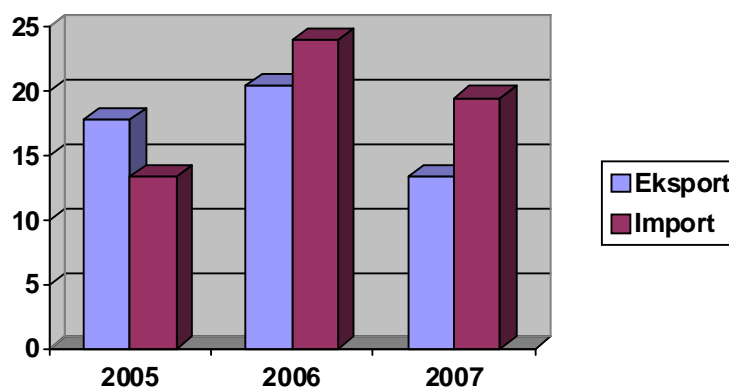
zewnątrz kraju. Okazało się, że obawy eurosceptyków o konkurencyjność polskich firm okazały się bezpodstawne.

Zwiększyły się przepływy handlowe Polski. Z jednej strony firmy eksportowały coraz więcej. Było to dodatkowo stymulowane poprzez napływ do Polski funduszy europejskich oraz inwestycji. Nie można pominąć transferów pieniężnych, które docierały do kraju od Polaków pracujących za granicą. Z drugiej strony, dzięki spadającemu bezrobociu i rosnącym płacom, rósł popyt wewnętrzny. Co ważne, popyt zmieniał stopniowo orientację kierując się na produkty coraz bardziej luksusowe, które w znacznej części były importowane z zagranicy.

Poniższy wykres prezentuje dynamikę eksportu i importu w Polsce w latach 2005-07.

Wykres nr 1

#### Wzrost eksportu i importu w Polsce w latach 2005-2007 (w % r/r)



Źródło: Główny Urząd Statystyczny, [www.gus.pl](http://www.gus.pl), 02.03.2009.

Na wskazanym powyżej wykresie możemy zauważyć dynamiczny wzrost eksportu i importu. Wskazuje to na korzyści, jakie przyniosła nam integracja europejska. Zniesienie ceł na dostawy wewnątrzspółnotowe zwiększyło atrakcyjność Polski w świadomości inwestorów zagranicznych.

Powyższe czynniki miały bardzo istotny wpływ na kurs walutowy. Jego aprecjacja była nieunikniona, gdyż Polska stała się bardzo atrakcyjnym obszarem do prowadzenia inwestycji portfelowych. Poniższy wykres przedstawia kształtowanie się kursy EUR/PLN w latach w 12. ostatnich miesiącach przed marcem 2009.



Źródło: Bankier, Polski Portal Finansowy, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), 02.03.2009.

Na powyższym wykresie widać ewidentną zmianę trendu. W lipcu 2008 roku EUR osiągnęło najniższą wartość w stosunku do PLN. Od tamtej pory rozpoczęła się ciągła deprecjacja PLN.

### 3. Zabezpieczanie ryzyka walutowego w Polsce

Temat transakcji zabezpieczających kurs walutowy, w skład których najczęściej wchodziły opcje walutowe, stał się popularny od początku 2009 roku. Wszystkie media informują regularnie o stratach, które zostały spowodowane przez opcje walutowe. Sprawa jest bardzo poważna, gdyż pojawiły się pomysły niektórych polityków dotyczące rozwiązania umów opcyjnych z bankami poprzez ustawę. To bardzo niebezpieczny pomysł, gdyż podważa on wiarygodność Polski na arenie międzynarodowej, a rozwiązywanie umów cywilnoprawnych jest niezgodne z ideą państwa prawa, które jest zapisane w art. 2 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej. Co więcej, w przypadku takiego odgórnego rozwiązania wszystkich umów opcyjnych, zostałyby również rozwiązane umowy polskich importerów, które są dla nich w momencie silnej deprecjacji PLN niezwykle korzystne.

Względnie nowym zjawiskiem jest zabezpieczanie kursu walutowego w Polsce. Jeszcze kilka lat temu korzystało z niego niewiele polskich firm. W chwili obecnej zdecydowana większość przedsiębiorstw polskich, które mają ekspozycję walutową, przynajmniej raz korzystała z narzędzi zabezpieczających ryzyko walutowe.

Skłonność polskich firm do zawierania transakcji *hedgingowych* w warunkach optymalnych lub dobrych kursów jest niewielka. Zdecydowanie częściej korzysta się z tego środka, gdy handel zagraniczny staje się mało opłacalny w wyniku niekorzystnego kształtowania się kursów. Niestety, większość ze spotkanych przedsiębiorstw rozpatruje kontrakty terminowe *post hoc*, z punktu widzenia zysku lub straty na takim zabezpieczeniu. Tylko nieznaczna część z nich podchodzi do kursu walutowego jak do działania w warunkach niepewności i przy osiągnięciu rentowności sprzedaży przy danym kursie stara się go wyeliminować z otoczenia gospodarczego.

Warto przeanalizować sytuację, która miała miejsce w 2008 roku. Złoty bardzo silnie umacniał się. W momencie, gdy złoty umacniał się osiągając poziom poniżej EUR=3,50 PLN, większość ekonomistów zakładała dalszą aprecjację PLN. Z punktu widzenia importerów kurs był coraz lepszy. Umocniający się złoty powodował, iż produkty sprowadzane z zagranicy były niezwykle atrakcyjne cenowo w Polsce. W takim momencie niewielu importerów rozważało w ogóle możliwość zabezpieczenia kursu walutowego, gdyż z tygodnia na tydzień był on coraz niższy. Zadziałała w tym wypadku czysta psychologia i chciwość ludzka. Po pierwsze, podejście psychologiczne zniechęcające do zachowań sprzecznych z trendem oraz efekt „owczego pędu”, zniechęcały do *hedgingu*. Po drugie, coraz niższy kurs zwiększał zyski, jakie osiągały przedsiębiorstwa. Zablokowanie kursu na określonym poziomie uniemożliwiłoby osiągnięcie dodatkowych przychodów z niskiego kursu, który był oczekiwany przez przedsiębiorców. Jakie zyski i jaka konkurencyjność importowanych produktów byłyby teraz, gdyby przedsiębiorstwa zabezpieczyły kurs przy EUR=3,25 PLN?

Odwrotna sytuacja miała miejsce wśród eksporterów polskich. Nastroje rynkowe wskazywały na dalszą aprecjację PLN. Wielu ekonomistów, na podstawie danych makroekonomicznych, prognozowało umocnienie się złotego i utrzymywanie się kursu wymiany poniżej EUR=3,00 PLN. Dla wielu przedsiębiorstw handel zagraniczny stałby się wtedy nieopłacalny. Stąd większość eksporterów zdecydowała się zabezpieczyć kurs.

Spoglądając na powyższą sytuację z perspektywy spekulacyjnej, kurs jakiegokolwiek waluty jest niczym innym niż ceną, jaką należy zapłacić, aby ją posiadać. Oczywistym jest również fakt, że na tę cenę działają siły popytu i podaży. Umocniający się złoty był pod silnym oddziaływaniem napływających inwestycji.

Przy bardzo dobrym rozwoju Polski dalsza aprecjacja była prawdopodobna w wysokim stopniu. Praktycznie nikt nie spodziewał się takiej deprecjacji PLN w tak szybkim tempie, z jakim mieliśmy do czynienia w drugiej połowie 2008 roku. Ani pracownikom banków ani przedsiębiorcom nie można przypisać winy za błędne podjęcie decyzji o zabezpieczeniu w tym momencie. Najważniejszy w tym przypadku jest fakt osiągnięcia rentowności ze sprzedaży przy danym kursie walutowym. Oczywiście warto jest zawierać kontrakty walutowe w jak najkorzystniejszej chwili, ale nie jest to istotą zabezpieczania przed ryzykiem kursowym.

Często słyszy się w mediach i w rozmowach z przedsiębiorcami, że banki doskonale zdawały sobie sprawę z tego, że złoty będzie się osłabiał i celowo namawiały firmy do zawierania transakcji zabezpieczających w niekorzystnym momencie. Te oskarżenia należy rozważyć z kilku perspektyw.

Zasadniczo umowy kontraktów terminowych są umowami dobrowolnymi. Przystąpienie do nich zależy od dobrej woli stron. Pomiędzy podmiotami takimi jak bank i przedsiębiorca nie istnieje asymetria rynkowa taka jak w przypadku klienta detalicznego i przedsiębiorstwa. Sytuacja, w której przedsiębiorca jest zobligowany do zawarcia transakcji pochodnej, występuje jedynie sporadycznie w momencie zawierania umowy kredytowej. Wtedy, z uwagi na ryzyko, bank może wymagać od przedsiębiorcy zabezpieczenia ryzyka stopy procentowej (np. poprzez transakcję zamiany stopy procentowej – *IRS, Interest Rate Swap*) lub ryzyka kursu walutowego. Zasadność takiego postępowania sprowadza się do eliminacji niepewności związanej z charakterem kredytu i ma miejsce niezwykle rzadko.

Aby być obiektywnym należy stwierdzić, iż banki wolą zabezpieczać kursy walutowe swoim klientom, niż wymieniać walutę na bieżąco po kursie *spot*. Wynika to z faktu, iż marża pobierana przy transakcjach pochodnych jest trudna do określenia dla klienta, stąd bank może ją zwiększać. Dodatkowo klient zobowiązany jest do wymiany z góry określonej kwoty w czasie trwania umowy. W przypadku transakcji wymiany bieżącej marża jest łatwa do określenia przez klienta, jeśli tylko odniesie się do obowiązującego w danej chwili kursu międzybankowego.

Sytuacja gospodarcza w Polsce nie predysponowała ekonomistów do tworzenia negatywnych prognoz kursu PLN. Większość banków nie spodziewała się takiej zmiany trendu. Dodatkowo należy pamiętać o fakcie, że banki zazwyczaj nie zyskują na zmianie kursu. Wycena zawartej transakcji oraz zysk z niej pochodzący, znany jest instytucji finansowej już w momencie jej zawierania. Zamykanie pozycji,



które opisano powyżej, powoduje, że instytucje finansowe nie mają celu w namawianiu klientów do złych inwestycji. Zasadą jest, że klient dokonuje wyboru, a bank jedynie podpowiada pewne rozwiązania. Bank powinien zawsze udostępniać wszelkie dostępne mu informacje, aby decyzja była podejmowana przez przedsiębiorcę w warunkach możliwie pełnej informacji. Tak też działo się w Polsce w 2008 roku.

Przełom lat 2008/2009 to okres silnej deprecjacji PLN. Kiedy pierwsze firmy zaczęły zwracać uwagę na problemy z opcjami, które nabyły lub sprzedały, sprawą zainteresowały się media. Okazało się, że w całej gospodarce jest wiele firm, które poniosły straty na zabezpieczeniach kursowych, a niektóre z przedsiębiorstw są wręcz zagrożone upadłością przez opcje. Codziennie pojawiały się informacje o ogromnych stratach, a kurs EUR stale rósł, osiągając w pewnym momencie nawet EUR=4,90 PLN. Masowa skala tych problemów zagrażała według niektórych gospodarce narodowej.

Istnieją dwa elementy, które spowodowały wszelkie perturbacje związane z opcjami. Pierwsza z nich to wycena rynkowa w ramach limitów transakcyjnych. Limit transakcyjny, zwany też limitem skarbowym to pewien rodzaj wirtualnego kredytu przyznanego przedsiębiorstwu. Kredyt ten ma na celu pokrycie ryzyka niedostarczenia kwoty transakcji oraz ryzyka zmiany kursu walutowego. Obejmuje on odpowiedni procent z ekspozycji walutowej, którą się zabezpiecza. W zależności od banku, może to być od 5 do nawet 20% transakcji. Przykładowo, zabezpieczenie kursu walutowego w transakcji 100 000 EUR (1.200.000 EUR w skali roku), wymaga przyznania 120 000 EUR limitu transakcyjnego (jeśli bank wymaga 10% kwoty zabezpieczenia). W zależności od sytuacji finansowej firmy, bank może, ale nie musi wymagać zabezpieczenia takiego limitu. Codziennie badana jest ekspozycja walutowa przedsiębiorstwa, czyli ile jeszcze firmie pozostało do spłaty. Bank sprawdza odchylenie kursu rynkowego od kursu zawartej transakcji i mnoży to odchylenie przez pozostałą ekspozycję (tzw. *marking to market*). Wynik tego mnożenia powinien zawierać się w przyznanym limicie transakcyjnym. Ma to zabezpieczyć bank w sytuacji, gdy kontrahent nie dostarczy waluty i bank sam będzie musiał rozliczyć zawartą transakcję zabezpieczającą.

Stąd w momencie zdecydowanej deprecjacji PLN limity transakcyjne wielu przedsiębiorstw zostały przekroczone. Tak zdecydowany wzrost wartości EUR, jak i innych walut, spowodował, że banki zaczęły się zwracać do przedsiębiorstw

o ustanowienie dodatkowych zabezpieczeń. Najgroźniejsza sytuacja występuje, gdy przedsiębiorstwa nie mogą już udostępnić aktywów rzeczowych na zabezpieczenie. Wtedy banki mogą żądać depozytów pieniężnych, co może spowodować utratę płynności przez firmę. W skrajnym przypadku bank może zamknąć pozycję rozliczając transakcję netto. W obecnej sytuacji oznaczać to będzie stratę dla firmy zależną od wolumenu transakcji i kursów walutowych. Windykacja takiej należności może z łatwością doprowadzić do upadku przedsiębiorstwa. Szczęśliwie, przypadki przekroczenia limitów najczęściej prowadzą do postępowań ugodowych

Ostatnią i najważniejszą kwestią zagrażającą polskiej gospodarce ze strony opcji walutowych jest asymetryczność zawieranych transakcji. Asymetryczność w opcjach występuje zazwyczaj w postaci lewaru. Transakcja zabezpieczająca kurs walutowy polega na kupieniu opcji A oraz sprzedaży opcji B opiewającej na kwotę wyższą niż opcja A. Lewar wskazuje ilokrotnie większy jest nominalnie opcji B niż opcji A. Nie wynika ona jednak z chęci banku zapewnienia sobie większych dochodów przy zmianie trendu. Mechanizm ten ma na celu zwiększenie kursu wykonania opcji. Cena opcji rośnie wraz ze wzrostem kwoty, na jaką opiewa, tak jak wspomniano powyżej. Taka sprzedana przez przedsiębiorstwo opcja umożliwia zakup droższej opcji. To z kolei umożliwia ustawienie kursu wykonania opcji kupowanej od banku na poziomie przewyższającym kurs *spot* obowiązujący w danym momencie, ponieważ, jak napisano wyżej, wyższy kurs wykonania opcji, zwiększa jej cenę. Jednakże przy przekroczeniu tego kursu firma jest zobligowana do sprzedaży/kupna dwukrotnie większej kwoty. Przykładowo 1. sierpnia 2008 firma zabezpiecza swoją ekspozycję walutową. Będzie comiesięcznie przez rok sprzedawać bankowi 100 000 EUR. W tym dniu kurs *spot* wynosił EUR=3,30PLN. Roczny uśredniony *forward* dałby firmie kurs w wysokości 3,35 co miesiąc. Podobny kurs dałby *forward* syntetyczny, czyli dwanaście kupionych przez przedsiębiorstwo od banku opcji sprzedaży EUR i dwanaście sprzedawanych opcji kupna EUR zapadających w kolejnych miesiącach, opiewających na tę samą kwotę, czyli 100 000 EUR, i posiadających ten sam kurs wykonania. Jeśli natomiast firma sprzeda opcje opiewające 200 000 EUR, kurs opcji obu opcji, sprzedawanych jak i kupowanych może być wyższy i osiągnąć poziom EUR=3,40PLN. W takim przypadku, jeśli kurs *spot* w dniu wykonania opcji będzie znajdował się poniżej poziomu EUR=3,40PLN przedsiębiorstwo wykorzysta kupioną opcję i sprzeda bankowi 100 000 EUR po

3,40PLN. Jeśli natomiast kurs przekroczy EUR=3,40PLN wtedy bank wykorzysta kupione od przedsiębiorstwa opcje i kupi od niego 200 000 EUR po 3,40PLN. W takiej sytuacji jest to niekorzystne dla firmy. Najgorszą sytuację obserwujemy, gdy przedsiębiorstwo zabezpieczyło swoje przepływy w 100%, natomiast po przekroczeniu kursu wykonania stosunek ten wynosi 200%. W tym przypadku pozostałą kwotę należy dokupić na rynku międzybankowym (bank rozlicza różnice kursowe w takiej sytuacji). Takie przypadki generują rzeczywiste straty dla przedsiębiorstwa. W Polsce są przypadki, gdzie ekspozycja walutowa jest przekroczona kilkukrotnie.

Asymetria tych instrumentów jest elementem pożądanym przez przedsiębiorców, powoduje ona przecież zwiększenie kursu wymiany, co wykazane zostało powyżej. Do przedsiębiorców należy odpowiedni wybór strategii zabezpieczającej mając na uwadze również ekspozycję walutową. Jeśli zabezpieczenie nie przewyższy jej to nawet przy niekorzystnych kursach strata pozostanie jedynie wirtualna. Natomiast przekroczenie ekspozycji, wynikające często z przeprowadzania zabezpieczeń w kilku bankach na raz, jest winą tylko i wyłącznie przedsiębiorcy. W momencie, kiedy takie sytuacje się pojawiły, banki, przy badaniu zdolności kredytowej, sprawdzają czy firma ma zawarte transakcje zabezpieczające kurs walutowy w innych bankach oraz ekspozycję walutową na podstawie kontraktów. Jednakże takie czynności powinny znajdować się w obowiązkach wszystkich dyrektorów finansowych, którzy jak udowodniła historia, nie zawsze to czynili. Jedni z powodu ignorancji lub niewiedzy, inni wykorzystywali *hedging* do dodatkowego zarobku, co w przypadku eksporterów i aprecjacji PLN początkowo się udawało.

#### **4. Wnioski na przyszłość**

Z pewną stanowczością należy stwierdzić, że opcje walutowe spowodowały w gospodarce polskiej wielkie szkody. Nie można jednak zgodzić się z twierdzeniem, że cała wina leży po stronie banków. Wszystkie te instytucje za każdym razem informowały o ryzyku, którego przecież każdy, wiedząc, jaką transakcję zawiera, powinien się spodziewać. Niektóre z banków zdecydowały się nawet na przedstawianie wersji rozwoju sytuacji na rynku (korzystna, neutralna i niekorzystna) i spodziewanego wtedy *cash flow*, wymagając oświadczenia o zapoznaniu się z nimi. W okresie szumu informacyjnego i dość silnych trendów podsycanych dodatkowo

przez media, polscy dyrektorzy nie poradzili sobie z właściwym odczytywaniem sytuacji. Znajdowanie winnych wśród sprzedawców bankowych powinno zostać uznane za zupełnie niesłuszne.

Najlepiej zilustrować to przykładem pewnej transakcji. Pewien polski bank sprzedawał eksporterom produkt typu TARN. TARN, w tym przypadku, był strukturą lewarowaną (kupno od banku opcji sprzedaży i sprzedaż bankowi opcji kupna na dwukrotnie wyższy wolumen niż opcja sprzedaży), która w dniu rozpoczęcia gwarantowała klientowi kurs wykonania przez rok wyższy o nawet kilkanaście groszy od kursu rynkowego, który obowiązywał w momencie zawierania transakcji. W okresie ciągłej aprecjacji PLN był to produkt bardzo atrakcyjny, z powodu gwarancji wysokiego kursu. Rozliczenie miesięczne następowało zawsze netto i odbywało się do momentu kumulatywnej wypłaty przez bank 30 000 PLN. Aprecjacja PLN powodowała, że początkowo firmy zyskiwały na TARN. Po wypłacie 30 000 PLN i wygaśnięciu transakcji zawierały je na nowo. Warto dodać, że wolumen pojedynczej transakcji opiewał na 100 000 EUR. Kiedy kursy spadały firmy zyskiwały i coraz śmielej inwestowały w ten instrument, który przynosił doskonałe zyski. Niestety, odwrócenie trendu spowodowało, że zaktywowały się opcje kupna nabyte przez bank. W przypadku tych opcji nie obowiązywała zasada wygaśnięcia po 30 000 PLN, gdyż obowiązywała ona jedynie przy wypłacie 30 000 PLN przez bank, lecz mają one okres wykonalności nawet do 24 miesięcy.

Powyższy produkt miał wiele wspólnego z typowym narzędziem spekulacyjnym. Brak przepływów brutto oznaczał, że nie było istotne dla podmiotów, czy ekspozycja walutowa w ogóle istnieje. Zyski, jakie firmy odnotowywały przy spadku kursu EUR, zachęcały do inwestowania w te instrumenty. Niestety zapomniano o drugiej stronie, co spowodowało, że wiele firm ma teraz problem z tego typu instrumentami

Co ciekawe, w obecnej sytuacji mało który eksporter zabezpiecza kurs walutowy. Niektórzy, o większej świadomości rynkowej, używają już narzędzi, które zabezpieczają kurs na obecnym wysokim poziomie (np. korytarz w okolicy EUR=4,80PLN). Jednakże obecna sytuacja rynkowa powoduje, że zabezpieczanie kursów jest niezwykle trudne. Nastąpiła eskalacja ryzyka, które opisywano powyżej, co utrudnia firmom dostęp do limitów skarbowych. Dodatkowa presja ze strony mediów i negatywne opinie o opcjach zniechęcają firmy do zabezpieczenia kursów.

Pozostaje mieć nadzieję, że niechęć ta zmniejszy się a przedsiębiorcy docenią korzyści, jakie daje zabezpieczanie kursów walutowych. Umiejętne korzystanie z tych instrumentów to podstawa zarządzania ryzykiem kursowym w każdej firmie.

### **Bibliografia**

- 1) Bankier, Polski Portal Finansowy, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl).
- 2) *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, red. E. Pietrzak, M. Markiewicz, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006.
- 3) Główny Urząd Statystyczny, [www.gus.pl](http://www.gus.pl).