

Ryzyko walutowe oraz instrumenty zarządzania nim na przykładzie przedsiębiorstw gospodarki morskiej

Wstęp

Proces globalizacji i idące za tym zmiany w warunkach gospodarowania i konkurowania 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 przedsiębiorstw jest konieczność zarządzania ryzykiem walutowym.

Ryzyko walutowe jest uznawane za jedno z największych wyzwań w teorii i praktyce finansów XXI wieku [Bennett, 2000]. Jest to problem o zasięgu globalnym, równie ważnym w polskiej gospodarce przechodzącej intensywne zmiany strukturalne. Ryzyko jest obecne we wszystkich dziedzinach działalności człowieka. Szczególnie dużą rolę odgrywa w działalności gospodarczej. 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 wyników użytecznych lub przez zwiększenie nakładów — odbierają działaniu zupełnie lub częściowo cechę skuteczności, korzystności lub ekonomiczności [Best, 2004]. Ryzyko w języku naturalnym oznacza jakąś miarę zagrożenia, czy niebezpieczeństwa wynikającego z konsekwencji podjęcia decyzji. Najogólniej, ryzyko jest wskaźnikiem stanu lub zdarzenia które może prowadzić do strat. Jest ono proporcjonalne do prawdopodobieństwa wystąpienia tego zdarzenia i do wielkości strat które może spowodować [Adamska, 2004].

*Dr inż., Katedra Zarządzania Finansami, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Uniwersytet Szczeciński, irekmic@wneiz.pl, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin

Każdy przedsiębiorca jest zmuszony do podejmowania ryzyka. Jedną z coraz częściej napotykanych i bardziej istotnych form ryzyka, z jakim spotykają się firmy jest ryzyko walutowe [Borowiecki, 2010]. Wynika ono z udziału przedsiębiorstwa w handlu zagranicznym. Duża zmienność, jaką możemy zaobserwować w ciągu ostatnich lat na rynkach walutowych może być czynnikiem niekorzystnie wpływającym na wyniki finansowe, czy pozycję konkurencyjną firmy. Spadek przychodów z eksportu, wyższe koszty importowanych surowców, czy wzrost kosztów zadłużenia to najczęstsze problemy jakie może powodować brak właściwego zarządzania ryzykiem walutowym. Zmiany kursów walutowych mogą mieć kluczowe znaczenie dla bezpieczeństwa i przetrwania przedsiębiorstwa.

Podstawą podejmowanych decyzji gospodarczych jest rachunek ekonomiczny, uwzględniający analizę kosztów alternatywnych działalności i biorący pod uwagę wpływ czynników wewnętrznych, jak i zewnętrznych otoczenia przedsiębiorstwa. Firma nie jest w stanie kontrolować ani dokładnie przewidzieć przyszłości. Dlatego istnieje konieczność upowszechniania i znajomości różnych metod ograniczania ryzyka kursowego. Wpływa to w zasadniczy sposób na podejmowanie decyzji.

Istnieje potrzeba ciągłego poszukiwania nowych oraz dostosowywania już istniejących instrumentów do zmieniającej się w zawrotnym tempie rzeczywistości. Dlatego dąży się do znalezienia uniwersalnej i skutecznej metody zarządzania ryzykiem walutowym. Od doboru odpowiednich metod ograniczania ryzyka walutowego zależy sukces podmiotu gospodarczego [Lech, 2003].

Ważność tego zagadnienia została dostrzeżona przez praktyków życia gospodarczego, czego dowodem są powstające w przedsiębiorstwach oddzielne komórki odpowiedzialne za kontrolę ryzyka finansowego, a w szczególności walutowego. Prowadzą one liczne działania, które pozwolą na tworzenie własnych, doskonalszych metod zabezpieczenia firmy przed ryzykiem kursowym.

W artykule proces ten ukazano na przykładzie przedsiębiorstw gospodarki morskiej prosperujących w Polsce. Proces globalizacji spowodował rozwój problematyki zarządzania firmą w globalnym otoczeniu. Z tego względu celem artykułu jest analiza instrumentów dostępnych na rynku do zarządzania ryzykiem walutowym oraz ukazanie praktyki ich stosowania przez przedsiębiorstwa w Polsce.

1. Ryzyko walutowe w przedsiębiorstwie

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, które prowadzą wymianę towarów i usług z zagranicą albo uczestniczą w operacjach pożyczkowych lub kapitałowych na rynku międzynarodowym [Bennett, 2000].

Ryzyko walutowe jest nieodłącznym elementem prowadzenia działalności gospodarczej na arenie międzynarodowej [Dziawgo, 1998]. Wynika z natury rynku walutowego, na którym występuje ciągła fluktuacja kursów. Kursy walutowe zależą w dłuższym i krótszym okresie od wielu czynników na nie wpływających, m.in. od:

- czynników ekonomicznych (stóp procentowych, inflacji, bilansu płatniczego, polityki monetarnej, PKB itp.),
- czynników politycznych (reżimów kursowych, trwałości prawa, polityki fiskalnej itp.),
- spekulacji na rynku walutowym i operacji banków centralnych.

Ekspozycja na ryzyko kursowe pojawia się wówczas, gdy występuje niedopasowanie wartości i terminów zapadalności aktywów oraz wymagalności pasywów, tworząc tym samym otwartą pozycję walutową.

Współczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa polega na chęci maksymalizacji zysku i jednocześnie rozwoju przez wzrost wartości firmy. W gospodarce rynkowej kurs walutowy jest jedną z najważniejszych kategorii ekonomicznych [Bennett, 2000]. Wpływając na koszty i dochody przedsiębiorstw biorących udział w wymianie międzynarodowej, decyduje on o wolumenie importu i eksportu danego kraju. Kurs walutowy pełni więc istotną funkcję cenotwórczą, co oznacza, że wpływa na relatywne ceny dóbr krajowych i zagranicznych.

Kurs walutowy może również pełnić istotną funkcję stabilizacyjną dla gospodarki. Przez zmiany wartości waluty krajowej kurs walutowy może stanowić bufor izolujący kraj od zaburzeń zewnętrznych, a także mechanizm zabezpieczający przed tzw. szokami asymetrycznymi, co ma

szczególne znaczenie w trakcie występowania kryzysów na światowych rynkach. W wyniku rozwoju nowoczesnych technologii i globalizacji, która powoduje występowanie powiązań między gospodarkami, takie mechanizmy nabierają ogromnego znaczenia, czego przykładem może być obecny kryzys światowy.

Forex to największy i najbardziej płynny rynek świata, którego obroty sięgają ponad 4 bilionów dolarów dziennie i z każdym rokiem stają się coraz większe. Nowe rozwiązania technologiczne sprawiły, że rynek, zarezerwowany wcześniej dla największych graczy, stał się dostępny i przejrzysty również dla firm i indywidualnych inwestorów. Duża zmienność kursu walutowego w przypadku importerów lub eksporterów może w sposób bezpośredni przełożyć się na efekty podstawowej działalności tych firm.

Zetknięcie się przedsiębiorstw z ryzykiem walutowym i konieczność zarządzania tym ryzykiem może nastęrczać dużo problemów. Dlatego w artykule przedstawiono znaczenie kursu walutowego dla finansów przedsiębiorstw biorących udział w handlu międzynarodowym oraz ukazano metody i instrumenty, dzięki którym możliwe staje się wyeliminowanie ryzyka walutowego z transakcji biznesowych.

Ryzyko walutowe można określić jako: „możliwość zmiany wartości składników majątku, przepływów pieniężnych lub zobowiązań wynikającą ze zmian kursu walutowego” [Zajac, 2003]. Biorąc pod uwagę powyższą definicję zarządzanie ryzykiem sprowadza się de facto do ograniczenia możliwych odchyłeń wartości składników majątku lub zobowiązań od wielkości planowanej lub oczekiwanej. W związku z tym faktem ważne jest umiejętne zarządzanie ryzykiem finansowym, zwłaszcza przez właścicieli firm, gdyż jest to coraz powszechniejszy problem w działalności polskich przedsiębiorstw. Każda strategia musi być dopasowana do specyfiki firmy, gdyż to co sprawdziło się w podobnej firmie niekoniecznie musi działać w innej.

Dla wielu firm jedną z najdotkliwszych form ryzyka jest właśnie ryzyko walutowe. Nie da się od niego uciec, ale można je skutecznie minimalizować. Tylko oczywiste jest, 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. 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.

2. Istota i metodologia zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwach gospodarki morskiej w Polsce

Zasadniczym celem zarządzania ryzykiem jest poprawa wyników finansowych firmy. W praktyce chodzi o to, aby ryzyko maksymalnie ograniczać i zabezpieczać się jak najlepiej przed jego skutkami. Zarządzanie ryzykiem dotyczy jego pomiaru i kontroli za pomocą dostępnych metod. Zarządzanie ryzykiem można zdefiniować jako logicznie uporządkowany zbiór reguł i zasad, w sposób stały stosowanych w odniesieniu do działalności całego przedsiębiorstwa [Lech, 2003].

Szczegółowe poznanie charakteru i zakresu potencjalnego ryzyka pozwala na wybór w odpowiednim czasie czynności zapobiegawczych minimalizujących jego wpływ i skutki. Można powiedzieć, że transakcje walutowe posiadają genetycznie zaprogramowane ryzyko, które należy ograniczać drogą przemyślanego zarządzania, bowiem prowadzi to do optymalnego wykorzystania zasobów i możliwości posiadanych przez przedsiębiorstwo.

Zarządzanie ryzykiem walutowym prowadzi do stabilizacji wartości przyszłych przepływów pieniężnych nominowanych w walutach obcych na znanym obecnie, określonym i akceptowalnym przez nas poziomie. Wielkość ryzyka kursowego wynika ze spodziewanych przepływów finansowych, na które polskich w przypadku przedsiębiorstw gospodarki morskiej składają się wpływy od armatorów (USD, EUR) i wydatki (głównie: PLN, USD, EUR)¹.

Do głównych źródeł przepływów finansowych w stocznich zalicza się:

1. Zaliczki armatorskie (czas i wielkość wpływów zgodnie z zawartymi kontraktami). Zaliczki armatorskie (otrzymywane głównie w USD lub EUR) w zależności od ich przeznaczenia finansują bądź usługę budowy statków, bądź wydatki materiałowe.
2. Wydatki z linii kredytowej (czas i wielkość transz zgodnie z zawartymi umowami kredytowymi). Linie kredytowe uruchamiane w walucie kontraktu pozwalają na naturalne zabezpieczenie ryzyka walutowego w momencie spłaty kredytu. Natomiast wydatki realizowa-

¹ Dane uzyskane w ramach wywiadu przeprowadzonego w 2011 r. z M. Krakowiakiem i T. Skrzypczakiem, członkami zarządu Stoczni Szczecińskiej „Nowa” SA.

ne z linii kredytowej uruchamianej w USD lub EUR dotyczą płatności dokonywanych w PLN, USD i EUR, stąd główne pary walutowe do zabezpieczenia to USD, EUR/PLN i EUR/USD. Każdorazowe odnowienie linii kredytowej (po zdaniu statku i częściowej spłacie kredytu) powoduje ponowne wystąpienie ryzyka walutowego, które należy zabezpieczyć.

3. Wpływy końcowe na zdanie statku po spłacie kredytu (czas i wielkość wpływów zgodnie z zawartymi kontraktami). Wielkości te są różnicą pomiędzy wartością wpływu końcowego na zdanie statku, a wielkością kredytu do spłacenia. Z reguły przeznaczone są na pokrycie bieżących wydatków, stąd trudno z wyprzedzeniem prognozować jakiej waluty będą dotyczyć. W związku z tym, jak i ze względu na niewielką ich wartość w porównaniu do globalnych przepływów zostają pominięte.
4. Dodatkowe zaliczki armatorskie (czas i wielkość wpływów zgodnie z zawartymi aneksami do kontraktów). Podobnie jak wpływy końcowe pozostałe po spłacie kredytu zostają pominięte dla celów zabezpieczania przed ryzykiem kursowym.

Kategorie 3 i 4 przepływów finansowych mogą natomiast zostać wykorzystane jako zastępcze źródło rozliczenia transakcji zabezpieczających, dla których data rozliczenia nie pokryła się z datą wpływu środków z innych źródeł.

Gdyby ze 100% trafnością przewidywać zmiany kursów walutowych, wówczas firmy mogłyby uniknąć niespodziewanych i nagłych zmian wartości. Jednak w praktyce życia gospodarczego jest to bardzo trudne lub wręcz niemożliwe, między innymi ze względu na behawioralny charakter rynku walutowego, w tym możliwość występowania działań spekulacyjnych. Dlatego chcąc wyeliminować ryzyko walutowe nie można polegać na prognozach, a alternatywnym rozwiązaniem problemu jest zarządzanie ryzykiem walutowym w celu jego eliminowania.

W podejściu konserwatywnym do zarządzania ryzykiem walutowym mamy do czynienia z pełnym zabezpieczeniem pozycji walutowej w taki sposób, aby zmiany kursu walutowego nie powodowały zmiany wartości przepływów pieniężnych. Niewątpliwie do korzyści wynikających ze stosowania tej strategii należy zaliczyć wyeliminowanie fluktuacji kursowych, co pozwala na ustalenie wartości przyszłych przepływów pieniężnych i możliwość planowania działań w przedsiębiorstwie.

Wybór podejścia konserwatywnego skutkuje strategią, w której każda otwarta pozycja walutowa jest zamykana. Pomimo tego, że niesie to za sobą wysokie koszty, ze względu na większą liczbę transakcji zabezpieczających i wyższą wartość sumy pozycji zabezpieczanych to istnieją metody ograniczania tych kosztów. Liczbę transakcji oraz ich wartość można ograniczać np. poprzez kompensowanie ekspozycji wewnątrz firmy i łączenie mniejszych transakcji w jedną większą w celu wynegocjowania lepszych warunków zabezpieczeń.

Korzyści ze stosowania tej strategii są nieocenione szczególnie w czasach kryzysów i zawirowań gospodarczych, z którymi świat zmagają się aktualnie już od ponad dwóch lat. Rozwijający się dynamicznie polski rynek finansowy oferuje coraz większą gamę instrumentów zabezpieczających. Część z tych instrumentów jest dostępnych od krótkiego czasu (np. opcje egzotyczne). Wyróżnia się dwie główne grupy instrumentów zabezpieczających:

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

Obie grupy zawierają wiele instrumentów pozwalających w sposób efektywny zarządzać ryzykiem walutowym. Poniższa tablica przedstawia klasyfikację owych instrumentów.

Tablica 1. Podział instrumentów zarządzania ryzykiem walutowym

Metody wewnętrzne	Metody zewnętrzne
fakturowanie w walucie krajowej, klauzule waloryzacyjne, przyspieszenie i opóźnianie płatności, kompensata wewnętrzna, wyrównanie pozycji walutowych.	factoring międzynarodowy, forfaiting, dyskonto weksli, ubezpieczenie ryzyka walutowego, instrumenty rynku pieniężnego, instrumenty rynku walutowego — transakcje forward, futures, swap, opcje walutowe i złożone strategie opcyjne.

Źródło: Opracowanie własne.

Wybór odpowiedniej metody (instrumentu) eliminacji transakcyjnego ryzyka walutowego zależy w głównej mierze od kosztu, gdyż w przyjętej strategii konserwatywnej wszystkie stosowane działania prowadzą do tego samego skutku, a mianowicie do zamknięcia otwartych pozycji walutowych. Przed zastosowaniem złożonych metod zewnętrznych należy rozważyć możliwość wykorzystania metod wewnętrznych, gdyż w przyjętej strategii najlepszymi metodami ochrony przed ryzykiem są metody najprostsze, a w konsekwencji często najtańsze.

Rozwój gospodarczy, któremu towarzyszy wzrost konkurencji sprawia, że przedsiębiorstwo jest w coraz większym stopniu obciążone ryzykiem [Machała, 2009]. Zarządzanie ryzykiem jest procesem złożonym. Jednakże poznanie przez przedsiębiorstwo metod i technik z tego zakresu umożliwia panowanie nad ryzykiem. Skuteczność zarządzania ryzykiem można ocenić w oparciu o uzyskane efekty. Przyjmuje się, że na łączny efekt zarządzania ryzykiem mają wpływ następujące czynniki:

- efekty nie unikania oraz zatrzymania ryzyka,
- poniesione koszty związane z ograniczaniem prawdopodobnych niekorzystnych zdarzeń,
- poniesione koszty zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie,
- saldo efektów zaistniałych zdarzeń (korzystnych i niekorzystnych).

Jeśli po analizie wartości wszystkich czynników związanych z zarządzaniem ryzykiem saldo efektów będzie dodatnie (korzystne) to możemy stwierdzić, że ma miejsce skuteczne zarządzanie ryzykiem. A zatem rozwój metod zarządzania ryzykiem na poziomie funkcjonowania przedsiębiorstwa jest ekonomicznie uzasadniony.

Teoria finansów nie dostarcza uniwersalnej strategii, dzięki której możliwe byłoby określenie optymalnego zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym w odmiennych warunkach, ponieważ nie ma takiego rozwiązania. Jest to problem wielce złożony, a decyzja odnośnie wyboru odpowiedniego rozwiązania zależy od wielu czynników, które ulegają ciągłym zmianom w ślad za zmieniającą się rzeczywistością gospodarczą.

3. Instrumenty stosowane w praktyce przez przedsiębiorstwa gospodarki morskiej w Polsce

Efektywność zarządzania jako czynnik konkurencyjności przedsiębiorstw dotyczy wszystkich procesów gospodarczych związanych z współczesną gospodarką opartą na wiedzy. Wynika to z ogromnej ilości, często sprzecznych informacji dotyczących procesów i decyzji go-

spodarczych. W realiach współczesnej globalnej gospodarki konkurencyjność staje się jednym z ważniejszych wyznaczników oceny funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku.

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 wobec przedsiębiorstw spoza grupy kapitałowej, może doprowadzić do pogorszenia wizerunku firmy. Mimo tych ograniczeń, pierwszym krokiem w zarządzaniu ryzykiem walutowym powinno być maksymalne wykorzystanie możliwości, jakie stwarzają zabezpieczenia wewnętrzne. Przykładem takiego sposobu postępowania jest ograniczanie ryzyka kursowego przez tzw. „netting” strumieni walutowych. Polega to na tym, iż wpływy z kontraktów w EUR, będą finansowały wydatki w EUR na innych statkach, a rozliczenia między statkami będą dokonywane w USD lub PLN – w zależności od potrzeb. Dzięki temu, w sposób naturalny ograniczane będzie ryzyko kursowe. Dopiero w dalszej kolejności należy sięgać po zabezpieczenia zewnętrzne.

Przy hedgingu zewnętrznym w zasadzie nie ma ograniczeń dotyczących 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 po-

średnich (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 akcja, indeks giełdowy, waluta, czy towar masowy. Instrumenty pochodne można podzielić ze względu na stopień skomplikowania ich budowy. Wyróżnia się wówczas:

- klasyczne instrumenty pochodne — prosta konstrukcja, instrumenty standardowe,
- egzotyczne instrumenty pochodne — złożona konstrukcja, 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 [Crawford, Sen, 1998]. 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.

Najprostszymi i najmniej kosztownymi instrumentami zabezpieczającymi dla przedsiębiorstw branży stoczniowej, gdzie umowy na budowę statków trwają zazwyczaj kilka lat, są tzw. klauzule waloryzacyjne lub zawieranie kontraktów z partnerami zagranicznymi w walucie krajowej. Przyczynia się to do przerwania ryzyka na kontrahenta. Jednak możliwość stosowania tych instrumentów jest uzależniona od pozycji przetargowej jednej ze stron. Polskie podmioty gospodarcze są ciągle jeszcze na ogół partnerem słabszym, co nie pozwala na częste stosowanie powyższych metod w praktyce gospodarczej. Dodatkowo ze względu

du na konkurencję na tym rynku i rozwój bardziej zaawansowanych instrumentów finansowych odchodzi się od nagminnego stosowania tych metod. Aktualnie najczęściej stosowane instrumenty do zabezpieczenia ryzyka kursowego w firmach stoczniowych w Polsce można podzielić na trzy grupy:

- transakcje terminowe,
- opcje walutowe,
- struktury opcyjne.

W pierwszej grupie znajdują się najprostsze instrumenty zabezpieczające, czyli tzw. transakcje terminowe. Są to umowy, które dotyczą wymiany określonej ilości jednej waluty na określoną ilość innej waluty w wyznaczonym dniu i czasie między dwoma stronami transakcji. W każdym kontrakcie walutowym ilość waluty, która ma być kupiona lub sprzedana jest znana przed zawarciem transakcji.

Opcja to prawo kupna lub sprzedaży określonej kwoty waluty w określonym czasie po ustalonym kursie [Mielus, 2002]. Opcje są zobowiązaniem niesymetrycznym, ponieważ nabywca opcji może, ale nie musi korzystać z nabytego prawa. Jednocześnie nabywca opcji jest zobowiązany do zapłacenia premii, która pogarsza efektywny kurs zabezpieczenia. Wielkość premii jest uzależniona od parametrów opcji, ale zasada jest taka, że im większe prawo wynika z opcji, tym jest ona droższa. Jeżeli po kursie USD/PLN 3,00 złote będziemy chcieli kupić opcje sprzedaży USD za tydzień po 4,00 złote to będzie ona bardzo droga, ale jeżeli kurs ustalimy na 3,10 złotego to koszt okaże się dużo niższy. Rodzajów opcji walutowych mamy duży wachlarz, natomiast w przedsiębiorstwach stoczniowych w Polsce w ostatnich latach największym zastosowaniem cieszą się tzw. opcje waniliowe, barierowe i azjatyckie. Opcje barierowe można podzielić na dwa typy:

- *knock-in*,
- *knock-out*.

W przypadku *knock-in* opcja jest uaktywniana tylko wówczas, jeśli cena instrumentu bazowego, czyli kursu walutowego, dotknie bariery. Opcje tego typu kosztują mniej od opcji standardowych, a umożliwiają zajęcie podobnej pozycji. W przypadku opcji *knock-out* profil opcji uzależniony jest od tego, czy cena instrumentu bazowego dotknie określonego poziomu bariery. Profil opcji typu *knock-out* jest podobny do opcji standardowych, z tą różnicą, że posiadacz opcji tego typu traci swoje prawa, jeżeli cena instrumentu bazowego sięgnie określonego poziomu.

Cena opcji typu *knock-out* jest również mniejsza niż opcji standardowych, gdyż kupujący ryzykuje utratę swoich praw.

W opcjach azjatyckich wypłata jest uzależniona od średniego kursu referencyjnego w danym okresie. Opcje azjatyckie są używane głównie przy niskiej zmienności rynku. Opcje tego typu są stosowane, kiedy w regularnych odstępach czasu występują przepływy walutowe o zbliżonym wolumenie. Opcje typu azjatyckiego są tańsze od opcji standardowych ze względu na mniejszą zmienność średniej ceny instrumentu bazowego.

Ostatnią grupą są tak zwane strategie opcyjne, które polegają na złożeniu kilku opcji w taki sposób, by powstał produkt zerokosztowy. W skład strategii opcyjnych mogą wchodzić zarówno opcje zwykłe, jak i barierowe. Poniżej dwie przykładowe struktury, które były stosowane w Stoczni Szczecińskiej „Nowa SA” i w Grupie Stoczni Gdynia SA.

Pierwsza z nich stanowi złożenie dwóch opcji zwykłych, które tworzą tzw. „korytarz”, który składa się z opcji kupna i opcji sprzedaży, przy czym kurs realizacji opcji sprzedaży jest niższy niż kurs opcji kupna. W zależności od ekspozycji jedna z opcji jest przez firmę nabywana, a druga sprzedawana. Na przykład eksporter, który chce się zabezpieczyć przed spadkiem kursu, będzie kupował opcje sprzedaży i sprzedawał opcje kupna. Dzięki temu wie, że nie sprzeda waluty gorzej niż po kursie ustalonym w opcji sprzedaży, czyli po dolnym ograniczeniu korytarza. Jeżeli kurs referencyjny w dniu realizacji będzie wyższy niż dolny poziom korytarza, ale nie wyższy niż jego górne ograniczenie, firma będzie miała możliwość sprzedaży waluty po kursie rynkowym. Jeżeli kurs referencyjny znajdzie się powyżej górnego poziomu, czyli powyżej kursu realizacji, który został ustalony w opcji kupna, firma będzie zobowiązana do sprzedaży waluty po tym kursie. Strategia korytarza jest wykorzystywana w sytuacji, w której firma chce mieć pełne zabezpieczenie, a jednocześnie liczy na pozytywny ruch kursu i zamierza w nim częściowo partycypować. Niestety przy bardzo dużym pozytywnym ruchu kursu firma partycypuje jedynie w części tego ruchu. Mimo to jest to zabezpieczenie dużo bardziej elastyczne niż forward.

Rozwiązaniem, które charakteryzuje się jeszcze większą elastycznością, ale dającym jednocześnie pełne zabezpieczenie jest forward elastyczny (*knock-in forward*), który składa się z jednej opcji zwykłej i z jednej opcji barierowej. W przypadku eksportera firma kupuje zwykłą opcję sprzedaży z ustalonym kursem realizacji, a sprzedaje barierową

opcję kupna, w której kurs realizacji jest taki sam jak kurs zabezpieczenia w opcji sprzedaży, a bariera znacznie powyżej tego kursu. Jest to bariera aktywująca typu *up-and-in*, tzn. opcja kupna jest aktywowana w momencie, gdy kurs rynkowy przynajmniej raz dotknie kursu bariery. W takiej sytuacji, bez względu na kurs referencyjny w dniu realizacji, firma jest zobowiązana do sprzedaży waluty po kursie zabezpieczenia. Jeżeli kurs bariery nie został dotknięty, to kurs referencyjny w dniu realizacji jest rynkowym. Natomiast jeżeli kurs referencyjny znajdzie się poniżej kursu zabezpieczenia, firma sprzedaje waluty po tym kursie. Widać zatem, że firma jest zawsze zabezpieczona przed spadkiem kursu, a jednocześnie może partycypować we wzroście kursu, aż do poziomu bariery. Niestety aktywacja bariery nakłada na firmę obowiązek sprzedaży waluty po kursie zabezpieczenia, nawet jeżeli kurs rynkowy jest dużo wyższy. Tego typu strategię stosuje się w sytuacji, gdy chcemy się zabezpieczyć przed negatywnym ruchem kursu, a jednocześnie skorzystać na jego pozytywnym przesunięciu. Należy jednak pamiętać, aby ustanawiając poziom zabezpieczenia i bariery, brać pod uwagę możliwe poziomy wsparcia i oporu dla danego kursu.

Innymi przykładowymi strukturami wykorzystanymi w przeszłości w Stoczni Szczecińskiej „Nowa” i Grupie Stoczni Gdynia SA są m.in. „korytarz elastyczny”, „akumulator”, czy tzw. „wachlarz” (nazewnictwo w różnych bankach może być różne). Firmy gospodarki morskiej w Polsce korzystają głównie z zerokosztowych struktur opcyjnych. Polegają one na tym, że ceny opcji put i call są jednakowe, a ma to miejsce wtedy, gdy dla każdej z tych opcji ustalono albo różne nominały, albo różne kursy wykonania, albo różne daty zapadalności. Najczęściej stosowanymi rozwiązaniami jest zestawienie opcji o różnych strike’ach i nominałach.

Zakończenie

Ryzyko walutowe jest trwałym elementem handlu z państwami, które posługują się inną walutą. Odpowiednia organizacja zarządzania ryzykiem walutowym stanowi doskonałą pomoc w podnoszeniu finansowego poziomu bezpieczeństwa firmy. Ogromna użyteczność metod zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym spowodowała, iż weszły one na stałe jako element konieczny do stosowania w działaniach przedsiębiorstw. W ciągu ostatnich lat wraz z rozwojem tej problematyki, dodatkowo zwiększono zakres usług możliwych do wykorzystania, co do-

prowadziło do rozwoju klasycznych metod zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym. Wydzielone oddziały w firmie odpowiadające za zarządzanie ryzykiem finansowym stanowią ogromne źródło informacji, które opisują i przestrzegają przed zmieniającą się rzeczywistością gospodarczą. Stwarza to możliwości rozwoju i doskonalenia strategii przeciwdziałania ryzyku kursowemu oraz pozwala na dostosowanie warunków inwestycji do rzeczywistości gospodarczej w celu bezpiecznej ich realizacji.

W pracy przedstawiono najnowsze rozwiązania w dziedzinie metod zabezpieczających przed ryzykiem kursowym oraz elementy, które pozwalają na dokonywanie oceny sytuacji finansowej, co wpływa na podniesienie finansowego bezpieczeństwa i efektywności realizowanych inwestycji. Na podstawie dokonanej w artykule analizy można wyciągnąć następujące wnioski:

- warunkiem bezpiecznego rozwoju finansowego firmy w warunkach koniecznej wymiany walutowej jest wprowadzenie odpowiedniego systemu kontroli, sterowania i zarządzania ryzykiem walutowym,
- przedsiębiorstwo powinno dysponować odpowiednimi do danej sytuacji rodzajami (metodami) zabezpieczeń,
- dla wyższych korzyści ekonomicznych i większej konkurencyjności przedsiębiorstwa należy wprowadzać nowoczesne strategie i wynikające z nich metody zarządzania ryzykiem walutowym, które charakteryzują się zwiększoną efektywnością, co wpływa na ograniczenie kosztów oraz wyższy poziomem bezpieczeństwa,
- dla większych korzyści możliwe jest stosowanie metod prognozowania przyszłego kursu, aczkolwiek jest to wejście na ścieżkę spekulacji, której dla przedsiębiorstwa produkcyjnego nie zaleca się mimo posiadania wydzielonego sztabu pracowników do zarządzania ryzykiem finansowym.

Przedsiębiorstwo powinno stosować odpowiednie metody zabezpieczeń opisane w artykule, co niewątpliwie wpłynie na ograniczenie kosztów oraz wyższy poziom bezpieczeństwa finansowego. Ze względu na zmieniającą się rzeczywistość, zarządzania ryzykiem nie da się zamknąć 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 waluto-

wym będzie ciągle aktualny ze względu na konieczność stosowania nowych rozwiązań.

Literatura

1. Adamska A. (2004), *Rola i zadania dyrektora finansowego*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
2. Bennett D. (2000), *Ryzyko walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
3. Best P. (2004), *Wartość narażona na ryzyko*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków.
4. Borowiecki R. (2010), *Przedsiębiorstwo w obliczu wyzwań współczesnej gospodarki*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków.
5. Crawford G., Sen B. (1998), *Instrumenty pochodne – narzędzie podejmowania decyzji finansowych*, Liber, Warszawa.
6. Dziawgo D. (1998), *Ryzyko na rynku finansowym*, PWE, Warszawa.
7. Lech A. (2003), *Zarządzanie ryzykiem kluczem do stabilizacji*, WIB, Warszawa.
8. Machała R. (2009), *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna, Wrocław.
9. Mielus R. (2002), *Rynek opcji walutowych w Polsce*, Liber, Warszawa.
10. Zając J. (2003), *Polski rynek walutowy w praktyce*, Liber, Warszawa.

Streszczenie

W artykule przedstawiono metody eliminacji ryzyka kursowego w ramach procesu zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwach. W pracy przedstawiono istotę i metodologię zarządzania ryzykiem walutowym, łącznie z ukazaniem ogromnych możliwości i korzyści wynikających z jego wprowadzenia. W artykule opisano i sklasyfikowano współczesne instrumenty, które przedsiębiorstwa mogą stosować w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym oraz przeanalizowano instrumenty wykorzystywane w praktyce życia gospodarczego w Polsce.

Słowa kluczowe

ryzyko walutowe, instrumenty zarządzania ryzykiem

Foreign Exchange Risk Management and its Instruments Illustrated with An Example of Marine Business (Summary)

This paper presents methods for the elimination of exchange rate risk in the framework of the process of foreign exchange risk management in enterprises. The paper presents the essence and methodology of foreign

exchange risk management, including the release of huge opportunities and benefits of their implementation. The article described and classified the modern instruments that companies can use to hedge against foreign exchange risk and analyzes the instruments used in the practice of economic life in Poland.

Keywords

exchange risk, risk management instruments

