

*Anna Olejnik**

SPOSOBY I STRATEGIE OGRANICZANIA I ZABEZPIECZANIA RYZYKA WALUTOWEGO ZA POMOCĄ OPCJI WALUTOWYCH W POLSCE I NA ŚWIECIE

WPROWADZENIE

W dobie postępujących procesów globalizacji gospodarki światowej, w czasach sprzyjających rozwojowi międzynarodowej wymiany handlowej i nieograniczonym przepływom środków finansowych między państwami i zaangażowanymi podmiotami przedsiębiorstwa częściej dostrzegają istnienie ryzyka walutowego i zabezpieczają się przed nim.

Obok tradycyjnych instrumentów finansowych wykorzystywanych w procesach redukcji ekspozycji coraz chętniej używane są również instrumenty pochodne. Bardzo popularne w zarządzaniu ryzykiem walutowym są pochodne instrumenty walutowe, których rola polega nie tylko na ochronie przed tego rodzaju ryzykiem, ale także na jego efektywnym zarządzaniu. Stosując prawidłowe strategie zarządzania ekspozycją ryzykiem kursu walutowego, przedsiębiorstwo stwarza dla siebie odpowiednie warunki sprzyjające i prowadzące do minimalizacji tego ryzyka.

Dla Polski impulsem intensyfikującym zagraniczną wymianę handlową, a co za tym idzie większe narażenie firm będących uczestnikami rynku walutowego na ryzyko związane ze zmianami kursu walutowego, jest wejście w struktury Unii Europejskiej. Celem artykułu jest przedstawienie sposobów ograniczania ryzyka walutowego i rodzajów instrumentów, które pozwalają na zabezpieczanie przed tego rodzaju ryzykiem w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem opcji walutowych. Obecnie rośnie zapotrzebowanie na instrumenty finansowe, które pozwolą na optymalne zarządzanie tym rodzajem ryzyka. Skutkiem tego jest większe zainteresowanie

* Mgr, absolwentka Instytutu Finansów, Bankowości i Ubezpieczeń Uniwersytetu Łódzkiego.

instrumentami walutowymi ze strony uczestników rynku. Jednocześnie instytucje finansowe rozszerzają gamę dostarczanych instrumentów na rynek, aby jak najlepiej dopasować je do sytuacji narażenia na ryzyko danego klienta.

1. SPOSOBY ZABEZPIECZANIA PRZED RYZYKIEM WALUTOWYM

W najprostszy sposób ryzyko walutowe można zdefiniować jako bieżącą pozycję przyszłych okresów, czyli przewidywany przyszły składnik aktywów lub pasywów, który jest denominowany w walucie obcej po kursie, który nie został jeszcze określony¹. Ryzyko walutowe jest niebezpieczne, bardzo kosztowne w skutkach i nie można go ignorować². Celem zarządzania ryzykiem jest ochrona działalności handlowej, sprzedaży, akcji kredytowej, działalności operacyjnej danej instytucji przed ryzykiem nadmiernych strat. Kompleksowa strategia pomiaru ryzyka dla całego przedsiębiorstwa, szczególne przepisy wewnętrzne podejmowania ryzyka oraz sprawne systemy informatyczne służące do zarządzania ryzykiem i informowania o nim to główne komponenty dobrego zarządzania ryzykiem³.

Wykorzystywanie instrumentów pochodnych jako narzędzi zabezpieczających przed ryzykiem, jak również zarządzania i przejmowania ryzyka, jest bardzo użyteczne. W transakcjach derywatami nie następują żadne zmiany kapitału podstawowego i to sprawia, że są one tak atrakcyjne⁴. Instrumenty pochodne są formą ubezpieczenia od ryzyka i z pewnością mogą być sposobem na ograniczenie np. ryzyka kursowego⁵. Opcje walutowe przeznaczone są dla podmiotów narażonych na ryzyko związane ze zmianą kursu walutowego, przede wszystkim dla eksporterów i importerów, ze względu na posiadane przez nich zobowiązania i należności walutowe. Instrumenty te są skutecznym sposobem zabezpieczenia ryzyka kursowego.

W odniesieniu do tradycyjnych walutowych kontraktów terminowych opcja walutowa jest instrumentem bardziej elastycznym przy zabezpieczeniu

¹ D. Bennett, *Ryzyko walutowe: instrumenty i strategie zabezpieczające*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 29.

² F. Taylor, *Rynki i opcje walutowe: rozwój, struktura, transakcje*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000, s. 272.

³ H. Riehl, *Zarządzanie ryzykiem na rynku pieniężnym, walutowym i instrumentów pochodnych*, Warszawski Instytut Bankowości, Warszawa 2001, s. 341.

⁴ F. Taylor, *op. cit.*, s. 188.

⁵ M. Kubicz, *Cele i funkcje Prawa dewizowego w obliczu kryzysów walutowych*, „Bank i Kredyt”, czerwiec 2002, s. 48.

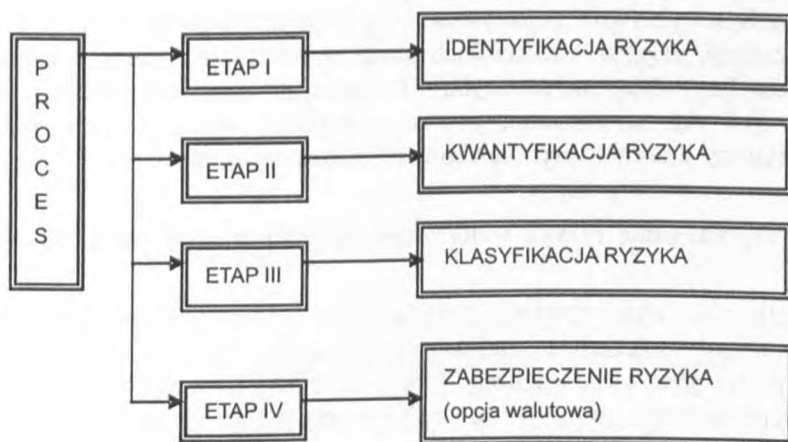
ryzyka walutowego, gdyż daje nabywcy możliwość decydowania o jej parametrach⁶, czyli:

- terminie realizacji;
- wykonaniu lub niewykonaniu;
- wielkości części opcji, która ma być zrealizowana;
- cenie realizacji.

Ze względu na możliwość spekulacji na zmianach kursów, jaką dają opcje walutowe, są one postrzegane przez inwestorów jako atrakcyjna forma inwestycji⁷.

Podmiotem gwarantującym transakcję jest firma lub osoba fizyczna, która ponosi ryzyko walutowe poprzez dokonywanie lub otrzymywanie płatności w walucie obcej. Chce ona zarządzać ryzykiem, zabezpieczając się w ten sposób przed niekorzystnymi zmianami kursów walutowych⁸.

Rysunek 1 przedstawia proces rozpoznawania i zabezpieczania ryzyka. Najważniejsze jest, by trafnie zidentyfikować ryzyko walutowe. W kolejnym etapie należy skwantyfikować to ryzyko, czyli wyznaczyć jak najdokładniejsze progi zmiany wahań kursu walutowego. Aby możliwy był wybór najlepszego sposobu zabezpieczenia, należy dokonać klasyfikacji rodzajów ryzyka: transakcyjne, przeliczeniowe, ekonomiczne. Ostatnim krokiem jest zabezpieczenie ryzyka walutowego⁹.



Rys. 1. Proces zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: F. Taylor, *Rynki i opcje walutowe: rozwój, struktura, transakcje*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000, s. 263.

⁶ F. Taylor, *op. cit.*, s. 194.

⁷ derywaty.com Team, www.derywaty.com/index.php, 2003.

⁸ F. Taylor, *op. cit.*, s. 260.

⁹ *Ibidem*, s. 266.

Do zabezpieczenia ryzyka walutowego można zastosować np. tradycyjny kontrakt walutowy lub opcję walutową. Kontrakty walutowe nie mają żadnych kosztów transakcyjnych, ale istnieje możliwość utraty otrzymania zysków. Poprzez nabycie opcji, mimo konieczności uiszczenia premii, można osiągnąć korzystniejsze wyniki. Jest oczywistym fakt, że opcje są zdecydowanie lepszym produktem, jednak dla wielu firm przeszkodą są koszty opcji¹⁰.

2. STRATEGIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM WALUTOWYM

Trudność w wyborze strategii zarządzania ryzykiem walutowym powodowana jest różnorodnością czynników kształtujących jego poziom. Zmienność kursów walut, kosztów zabezpieczenia, oczekiwań przyszłych kursów walut to elementy decydujące o rodzaju strategii¹¹.

Istnieją dwa podejścia do zabezpieczenia ryzyka walutowego¹²:

1) polityka pasywna (konserwatywna) – polega na możliwie najpełniejszym zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym, poprzez wykorzystanie różnych instrumentów pochodnych. Istnieją zabezpieczenia symetryczne – dokonywane przy zastosowaniu kontraktów *futures* i *forward* oraz asymetryczne – dokonywane przy wykorzystaniu opcji;

2) polityka aktywna (agresywna) – polega na pozostawianiu lub kreowaniu pozycji długich lub krótkich przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych. Pozwalają one na szybkie i skuteczne ruchy otwierania i zmiany pozycji. Polityka ta związana jest ze spekulacją, która przynosi korzyści, gdy prognozy zmian kursu walutowego okażą się słuszne.

3.1. Ograniczanie ryzyka walutowego za pomocą opcji walutowych

Umiejętność wykorzystania instrumentów inżynierii finansowej pozwala ograniczać lub całkowicie wyeliminować ryzyko. Przy zastosowaniu opcji można nawet generować dochody. Opcje walutowe to szczególne instrumenty rynku terminowego, ponieważ ich nabycie jest jedyną techniką hedgingową, która pozwala na osiągnięcie zysku w przypadku korzystnej zmiany ceny, przy jednoczesnym zabezpieczeniu przed niekorzystnymi zmianami kursu walutowego¹³.

¹⁰ *Ibidem*, s. 267.

¹¹ Z. Marciniak, *Zarządzanie wartością i ryzykiem przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2001, s. 158.

¹² *Ibidem*, s. 158–160.

¹³ I. Wojciechowski, *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzia ograniczające ryzyko*, Zakamycze 1999, s. 65.

Tabela 1

Charakterystyka strategii opcyjnych

Wady	Zalety
Znaczna wartość płaconej premii	Prawo do kupna lub sprzedaży instrumentu bazowego
Kosztowe zabezpieczenie ryzyka walutowego	Nie ma obowiązku dostarczenia lub przyjęcia instrumentu bazowego
Słaba znajomość możliwości wykorzystania opcji wśród przedsiębiorców	Maksymalny poziom straty równy uiszczonej premii
	Możliwość osiągnięcia teoretycznie nieograniczonych zysków – efekt dźwigni finansowej
	Elastyczne zabezpieczenie ryzyka walutowego

Źródło: J. Błach, *Transakcje opcyjne*, „Bank” 2004, nr 2, s. 45.

W zależności od celu zawieranych transakcji opcyjnych dzielą się one na trzy grupy¹⁴:

1) transakcje hedgingowe – hedging polega na zajmowaniu czasowej pozycji terminowej odwrotnej do pozycji na rynku kasowym. Istotą jest zabezpieczanie przed ryzykiem strat powodowanych nieprzewidzianymi, niekorzystnymi zmianami cen instrumentów. Wzrost lub spadek kursu na rynku kasowym instrumentu zabezpieczającego jest kompensowany zyskiem z transakcji opcyjnej;

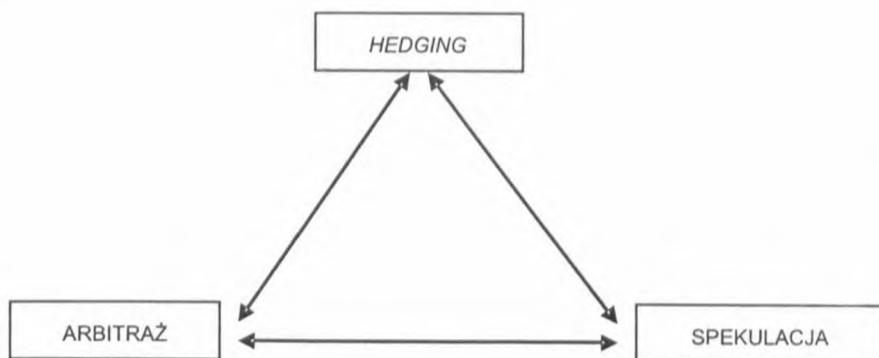
2) transakcje arbitrażowe – arbitraż polega na zajęciu pozycji na dwóch lub kilku rynkach i wykorzystaniu różnic pomiędzy cenami instrumentów finansowych w celu uzyskania dochodu. Jest to jednoczesny zakup określonego instrumentu na jednym rynku i jego sprzedaż na innym rynku po wyższej cenie. Arbitraż jest pozytywnym zjawiskiem dla rynku terminowego, w tym dla rynku opcji. Dzięki temu rynek staje się bardziej efektywny, gdyż zmniejsza dysproporcje w cenach pomiędzy rynkami¹⁵;

3) transakcje spekulacyjne – spekulacja jest sytuacją, podczas której poprzez ocenę i formułowanie zdarzeń dotyczących przyszłości rynku finansowego dochodzi do przyjęcia pewnej pozycji na tym rynku. Gdy podmiot oczekuje zmian na określonych instrumentach i stosuje działania przynoszące zysk, gdy spełnią się jego oczekiwania, to proces ten jest spekulacją¹⁶.

¹⁴ *Ibidem*, s. 67.

¹⁵ *Ibidem*, s. 68 i 69.

¹⁶ *Ibidem*, s. 70 i 71.



Rys. 2. Zależności strategii inwestycyjnych

Źródło: I. Wojciechowski, *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzia ograniczające ryzyko*, Zakamycze 1999, s. 71.

Granice pomiędzy hedgingiem, arbitrażem i spekulacją są bardzo elastyczne i płynne. Jest możliwa zmiana strategii w czasie jej trwania w wyniku nieoczekiwanej fluktuacji cen. Powiązania między tymi strategiami przedstawia poniższy rys. 2.

3. STRATEGIE OPCYJNE ZABEZPIECZAJĄCE PRZED RYZYKIEM WALUTOWYM

Podstawowym celem stosowania opcji walutowych jest zabezpieczenie przed ryzykiem kursów walutowych. Opcje to instrumenty o niesymetrycznym ryzyku i dzięki temu umożliwiają one kształtowanie niesymetrycznego rozkładu korzyści i strat. Opcja chroni przed stratami w sytuacji wzrostu (spadku) cen instrumentu pierwotnego i jednocześnie daje możliwość osiągnięcia korzyści przy spadku (wzroście) ceny instrumentu bazowego¹⁷.

Opcje to instrumenty pozwalające na tworzenie sztucznych pozycji w instrumentach pierwotnych przy niższych kosztach transakcyjnych, podatkach i ograniczeniach dostępu do instrumentów pierwotnych. Umożliwiają kształtowanie pożądaných relacji stopy zwrotu i ryzyka¹⁸.

¹⁷ Z. Marciniak, *op. cit.*, s. 230.

¹⁸ *Ibidem*.

Tabela 2

Strategie opcyjne zabezpieczające przed ryzykiem walutowym

Zabezpieczenie przed wzrostem kursu walutowego	Zabezpieczenie przed spadkiem kursu walutowego
Kupno opcji kupna Sprzedaż opcji sprzedaży <i>Long Risk Reversal</i> <i>Bull Spread</i> <i>Long Strangle</i> <i>Long Straddle</i>	Kupno opcji sprzedaży Sprzedaż opcji kupna <i>Short Risk Reversal</i> <i>Bear Spread</i> <i>Short Strangle</i> <i>Short Straddle</i>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: J. Błach, *op. cit.*, s. 45.

Opcje walutowe to grupa instrumentów pochodnych wykorzystywana do zabezpieczania przed ryzykiem związanym ze wzrostem, spadkiem, stabilizacją bądź brakiem stabilizacji kursu walutowego. Są stosowane głównie przez eksporterów i importerów, którzy posiadają swe należności i zobowiązania w walutach obcych¹⁹.

Na rynku opcji występują różnego rodzaju strategie opcyjne, które służą do zabezpieczania przed ryzykiem związanym ze zmianami cen instrumentu bazowego. Wyróżnić można dwa rodzaje strategii opcyjnych: proste i złożone²⁰.

3.1. Strategie opcyjne proste

Strategie opcyjne proste mogą dotyczyć zakupu lub sprzedaży danego instrumentu finansowego i oba te typy mogą być jeszcze sprzedane lub kupione. Z tego powodu wyróżnia się cztery rodzaje strategii zabezpieczających prostych²¹:

- 1) kupno opcji kupna,
- 2) sprzedaż opcji kupna,
- 3) kupno opcji sprzedaży,
- 4) sprzedaż opcji sprzedaży.

3.2. Strategie opcyjne złożone

Walutowe instrumenty strukturyzowane to instrumenty konstruowane indywidualnie w celu zabezpieczenia określonego podmiotu przed niekorzystnymi

¹⁹ derywaty.com Team, www.derywaty.com/index.php, 2003.

²⁰ I. Wojciechowski, *op. cit.*, s. 72.

²¹ J. Błach, *Transakcje opcyjne*, „Bank”, luty 2004, s. 42.

Strategie opcyjne proste

Wyszczególnienie	Opcja kupna	Opcja sprzedaży
Kupno opcji	Zabezpieczenie przed wzrostem kursu walutowego	Zabezpieczenie przed spadkiem kursu walutowego
Sprzedaż opcji	Zabezpieczenie przed spadkiem kursu walutowego	Zabezpieczenie przed wzrostem kursu walutowego

Źródło: Opracowanie własne.

dla niego zmianami kursu na rynku walutowym²². Instrumenty te są tworzone przy użyciu zwykle kilku opcji walutowych lub/i transakcji *forward*, poprzez zarówno kupno, jak i sprzedaż tych instrumentów. Ostatecznym tworem wykorzystania kilku instrumentów jest strategia (struktura) skierowana na uzyskanie określonego profilu zysku/straty lub kursu efektywnego względem kursu rynkowego. Możliwości tworzenia strategii są niemal nieograniczone i w zasadzie skupiają się tylko na inwencji twórcy, jak i dostępności instrumentów składowych (głównie typów opcji).

Jednym z możliwych podziałów, który warto zaproponować, jest podział na struktury dla:

- eksportera,
- importera.

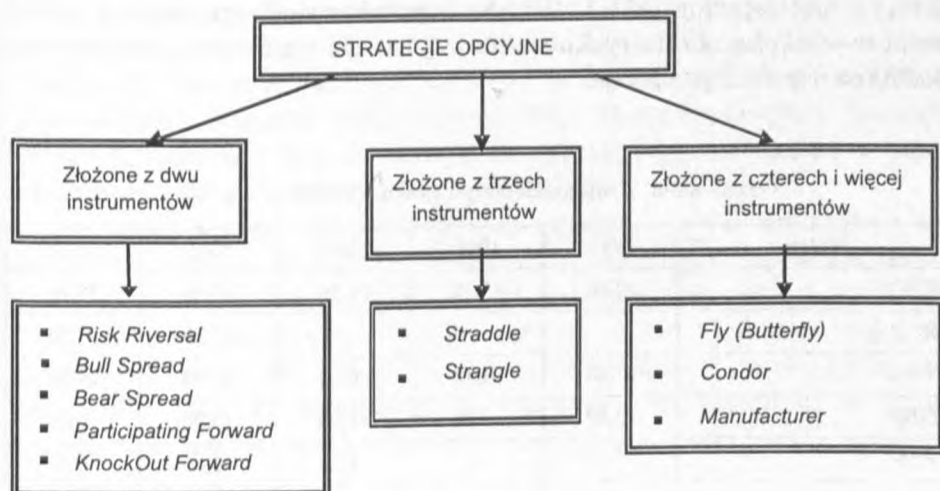
Podział ten należy postrzegać przez pryzmat ewentualnych ryzyk zabezpieczanych przez poszczególne typy klienta i jeśli weźmie się to pod uwagę, można strategię tę odczytywać jako:

- eksporter – obawa przed spadkiem kursu oraz gra na ten spadek w przypadku zastosowań spekulacyjnych,
- importer – obawa przed wzrostem kursu oraz gra na ten wzrost w przypadku zastosowań spekulacyjnych.

Wycena struktur opiera się na łącznej wycenie poszczególnych opcji wchodzących w skład strategii i uwzględnia indywidualne warunki poszczególnych kontraktów opcyjnych.

W literaturze występuje bardzo wiele rodzajów strategii opcyjnych. Najbardziej znane i najczęściej wykorzystywane struktury walutowe zostały przedstawione na rys. 3.

²² derywaty.com Team, www.derywaty.com/index.php, 2003.



Rys. 3. Strategie opcyjne złożone

Źródło: Opracowanie własne.

4. SYTUACJA NA RYNKU WALUTOWYM I INSTRUMENTÓW POCHODNYCH NA ŚWIECIE W LATACH 2001–2004

Badania przedstawione przez Bank for International Settlements w Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004 przeprowadzone w roku 2005 roku pokazują, że na przestrzeni lat 2001–2004 nastąpił ogromny wzrost aktywności rynku walutowego²³. Dzienny obrót wzrósł o 57%, do 1,9 tln USD w kwietniu 2004 r.

Wzrost obrotów na rynku walutowym został odnotowany przez wszystkie rodzaje przedsiębiorstw. Najbardziej jednak wzrósł handel między bankami i instytucjami finansowymi, a ich udział w globalnym obrocie zwiększył się z 28% w 2001 r. do 33% w 2004 r. Komentarze rynkowe sugerują, że ten stan został osiągnięty dzięki większemu zainteresowaniu i wykorzystywaniu instrumentów pochodnych i funduszy hedgingowych.

W latach 2001–2004 nie nastąpiły gwałtowne zmiany w strukturze walut składających się na obroty na rynku. Dolar był najczęściej wykorzystywaną walutą z 89% udziałem w ogólnej liczbie transakcji, dalej euro (37%), jen

²³ Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004, Bank For International Settlements, March 2005.

(20%) i funt szterling (17%). W tab. 4. przedstawiono procentowy udział walut w wielkości obrotu rynku walutowego, a dla porównania umieszczono dodatkowo polskiego złotego.

Tabela 4

Udział walut w wielkości obrotu rynku walutowego (w %)

Waluta	1992	1995	1998	2001	2004
USD	82,00	83,30	87,30	90,30	88,70
EURO	–	–	–	37,60	37,20
YEN	23,40	24,10	20,20	22,70	20,30
GBP	13,60	9,40	11,00	13,20	16,90
PLN	–	–	0,10	0,50	0,40

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004*, Bank For International Settlements, March 2005, s. 9.

Tabela 5

Geograficzna struktura i udział poszczególnych państw w globalnym obrocie rynku walutowego

Kraj	1992		1995		1998		2001		2004	
	w bln USD	w %	w bln USD	w %	w bln USD	w %	w bln USD	w %	w bln USD	w %
Wielka Brytania	291	27	464	29,5	637	32,5	504	31,2	753	31,3
Stany Zjednoczone	167	15,5	244	15,5	351	17,9	254	15,7	461	19,2
Japonia	120	11,2	161	10,2	136	6,9	147	9,1	199	8,3
Singapur	74	6,9	105	6,7	139	7,1	101	6,2	125	5,2
Niemcy	55	5,1	76	4,8	94	4,8	88	5,5	118	4,9
Hong Kong	60	5,6	90	5,7	79	4	67	4,1	102	4,2
Australia	29	2,7	40	2,5	47	2,4	52	3,2	81	3,4
Szwajcaria	66	6,1	87	5,5	82	4,2	71	4,4	79	3,3
Polska	–	–	–	–	3	0,2	5	0,3	6	0,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Triennial Central Bank Survey...*, s. 12.

Podobnie geograficzne rozdysponowanie handlu zagranicznego nie zmieniło się znacząco w ciągu ostatnich trzech lat. Najbardziej aktywnym centrum okazała się Wielka Brytania (31%), zaraz za nią Stany Zjednoczone (19%), Japonia (8%), Singapur (5%), Niemcy (5%), Hong Kong (4%), Australia (3%) i Szwajcaria (3%), co przedstawia tab. 5. Dla porównania w tabeli umieszczono również wskaźniki dotyczące Polski.

Na rynku instrumentów pochodnych sytuacja również kształtowała się bardzo pozytywnie. Globalny dzienny obrót kontraktów opiewających na kurs walutowy i stopy procentowe wzrósł do poziomu 74%, czyli 2,4 tln USD, w ciągu ostatnich 3 lat do kwietnia 2004. Ożywiony popyt na instrumenty pochodne spowodowany został większym zainteresowaniem derywatami jako alternatywnymi instrumentami dla inwestycji o stałym przychodzie lub w akcje. Globalne obroty na rynku OTC przedstawia tab. 6.

Tabela 6

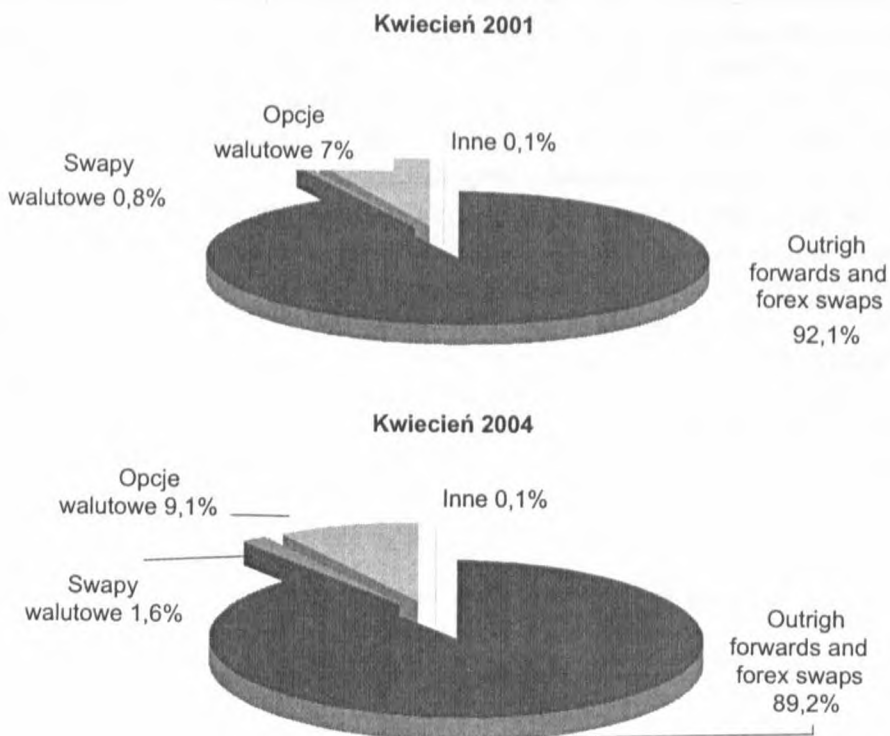
Globalny obrót na rynku OTC instrumentów pochodnych w bilionach USD

Wyszczególnienie	1995	1998	2001	2004
Obroty rynku walutowego w bln USD	688	959	853	1292
<i>Outright forwards</i>	643	862	786	1152
Swapy walutowe	4	10	7	21
Opcje walutowe	40	87	60	117
Inne	1	0	0	2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Triennial Central Bank Survey...*, s. 16.

Na porównawczym rys. 4 przedstawiono sytuację na rynku walutowym i pokazano dzienne obroty osiągnięte przez poszczególne instrumenty pochodne tego rynku w latach 2001–2004.

Należy stwierdzić, że obroty dzienne rynku OTC instrumentów pochodnych wzrosły prawie o 50% z poziomu 853 bilionów USD w kwietniu 2001 r., by osiągnąć wartość 1 292 bln USD na koniec kwietnia 2004 r. W samej strukturze instrumentów też nastąpiły zmiany. Wykorzystanie kontraktów *outright forwards* zmniejszyło się z 92,1 do 89,2% udziału w globalnych obrotach rynku. Dzięki temu zyskały inne instrumenty, takie jak swapy walutowe, których udział w globalnym obrocie wzrósł dwukrotnie oraz opcje walutowe, które zwiększyły swój udział z 7 do 9,1% na przestrzeni trzech lat do 2004 r.



Rys. 4. Dzielne obroty Rynku OTC w podziale na poszczególne rodzaje instrumentów pochodnych (w mln USD)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in 2004*, Bank For International Settlements, March 2005, s. 18.

5. SYTUACJA NA RYNKU WALUTOWYM I NA RYNKU INSTRUMENTÓW POCHODNYCH W POLSCE

W Polsce finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu zarówno na rynku giełdowym, jak i pozagiełdowym (*over-the-counter*)²⁴. Jednak bardziej rozwinięty i dominujący jest rynek OTC, co wynika z istniejącego w Polsce modelu systemu finansowego, który jest zorientowany bankowo. Banki, które utrzymują portfele spekulacyjne instrumentów pochodnych,

²⁴ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, Rynki finansowe, Narodowy Bank Polski.

generują jednocześnie płynność na rynkach pozagiełdowych, pełniąc rolę market makerów. Dodatkowo przedsiębiorstwa chętniej i częściej wykorzystują instrumenty pochodne oferowane przez banki niż giełdy. Kolejnym atutem produktów rynku OTC jest fakt, że nie są one wystandaryzowane, dzięki czemu mogą być lepiej dopasowane do indywidualnych potrzeb klienta.

W tab. 7 przedstawione zostały średnie miesięczne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych (w mln PLN).

Tabela 7

Średnie miesięczne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych

Wyszczególnienie	2002 (w mln PLN)	2002 (w %)	2003 (w mln PLN)	2003 (w %)
Rynek pozagiełdowy	116 481,00	1,0000	112 015,00	1,0000
Kontrakty FRA	82 180,00	0,7055	71 870,00	0,6416
Kontrakty IRS	7 550,00	0,0648	11 532,00	0,1030
Opcje na stopy procentowe	230,00	0,0020	210,00	0,0019
Walutowe transakcje <i>outright-forward</i>	12 516,00	0,1075	12 966,00	0,1158
Kontrakty CIRS	857,00	0,0074	901,00	0,0080
Opcje walutowe	13 148,00	0,1129	14 596,00	0,1303
Rynek giełdowy	3 222,00	1,0000	4 843,00	1,0000
Kontrakty <i>futures</i> na WIG 20	3 135,00	0,9730	4 735,00	0,9777
Kontrakty <i>futures</i> na TechWIG	5,00	0,0016	2,00	0,0004
Kontrakty <i>futures</i> na MIDWIG	6,00	0,0019	9,00	0,0019
Kontrakty <i>futures</i> na akcje spółek	56,00	0,0174	73,00	0,0151
Kontrakty <i>futures</i> na kurs PLN/USD	10,00	0,0031	7,00	0,0014
Kontrakty <i>futures</i> na kurs PLN/EUR	10,00	0,0031	15,00	0,0031
Opcje na WIG 20	–	–	2,00	0,0004

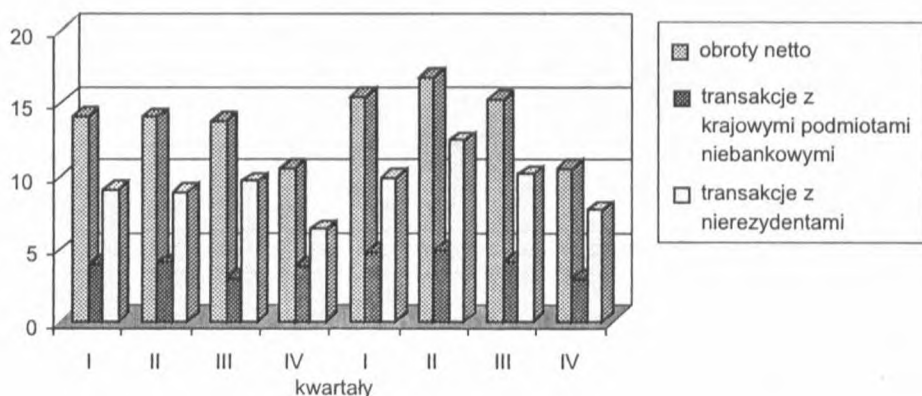
Źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003. Rynki finansowe*, Narodowy Bank Polski, s. 202.

5.1. Rynek opcji walutowych w Polsce

Pojedyncze opcje walutowe *call* i *put* są rzadko sprzedawane zarówno na rynku międzybankowym, jak i klientowskim. Podmioty raczej preferują strategię opcyjne o różnych profilach, ponieważ są one lepiej dopasowane

do indywidualnych potrzeb klientów i są bardziej atrakcyjne cenowo. Obecnie przedsiębiorstwa coraz częściej zabezpieczają swoje płatności dewizowe, wykorzystując walutowe opcje egzotyczne.

Płynność rynku opcji walutowych jest dość wysoka, a powodem tego jest prowadzenie przez kilka banków krajowych portfeli spekulacyjnych tych instrumentów. Wartość obrotów tego rynku systematycznie wzrasta, a w roku 2003 średnie miesięczne obroty netto na polskim rynku złotowym opcji walutowych wyniosły 14,6 mld PLN, czyli o 1,45 mld PLN więcej niż w roku poprzednim, co ilustruje rys. 5. Większość obrotów jest skoncentrowana na rynku międzybankowym, gdzie średnie miesięczne obroty w 2003 r. wyniosły 10,28 mld PLN. Najważniejszymi uczestnikami rynku opcji walutowych są banki zagraniczne, gdzie transakcje stanowią 90% obrotów między bankami. Średnia wartość transakcji rynku międzybankowego na opcje walutowe wynosi 5 lub 10 mln USD lub EUR.

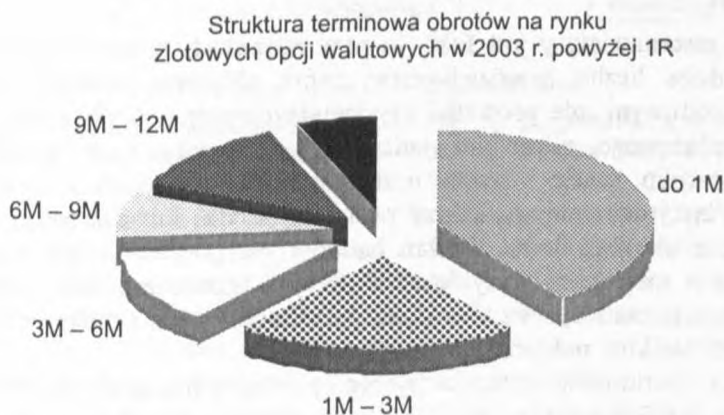


Rys. 5. Średnie miesięczne obroty na rynku złotych opcji walutowych według wartości nominalnej (w mld PLN)

Źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003. Rynki finansowe*, Narodowy Bank Polski, s. 219.

Na rynku klientowskim sytuacja wygląda nieco inaczej, gdyż średnie obroty są mniejsze. Ale sukcesywnie rosną i w 2003 r. kształtowały się na poziomie 3–5 mld PLN. Powodem tego wzrostu jest większe zainteresowanie się przedsiębiorstw strategiami opcyjnymi i poczynione zmiany w strategiach pozyskiwania klientów przez niektóre banki, starające się dotrzeć także do małych i średnich przedsiębiorstw.

Banki, które prowadzą portfele opcji walutowych, kwotują zmienność dla następujących kursów złotego: USD/PLN; EUR/PLN; CHF/PLN; CZK/PLN; GBP/PLN; HUF/PLN. Ponad 95% obrotów stanowią w Polsce transakcje opcyjne na kurs złotego do euro lub dolara, a 55% udziału w obrotach ma para EUR/PLN. Podmioty niebankowe z powodu przyjętej struktury płatności handlu zagranicznego i obsługi zadłużenia częściej zabezpieczają się przed zmianą kursu złotego do euro. W tych celach wykorzystywane są różne opcje egzotyczne i strategie opcyjne.



Rys. 6. Struktura terminowa obrotów na rynku złotych opcji walutowych w 2003 r.

Źródło: Jak na rys. 5, s. 220.

Struktura terminowa obrotów na rynku złotych opcji walutowych w 2003 r. przedstawiona została na rys. 6. Z danych wynika, że w obrotach przeważają transakcje krótkoterminowe, o terminie wykonania do 1 miesiąca. Sporadycznie zdarza się, że dokonywane są transakcje na czas powyżej roku (12 miesięcy).

Wśród uczestników rynku opcji walutowych można wyróżnić dwie grupy: banki i podmioty niebankowe. Pierwszą grupę można jeszcze podzielić na banki pełniące funkcję market makerów (banki kwotujące) i market userów (banki pytające o cenę). Niektóre banki również pełnią rolę pośredników, oferując opcje walutowe klientom niebankowym. Do drugiej grupy uczestników rynku walutowego należą przedsiębiorstwa zabezpieczające się przed zmianami kursu walutowego oraz klienci private banking, spekulujący na kursie i zmienności złotego. Te podmioty chętnie preferują złożone strategie opcyjne i walutowe opcje egzotyczne (barierowe, azjatyckie, binarne i ich modyfikacje).

6. OPERACJE WALUTOWE WYKORZYSTYWANE DO ZABEZPIECZANIA SIĘ KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH PRZED RYZYKIEM WALUTOWYM

Prognozowanie kierunku zmiany kursów walutowych jest bardzo trudne. Ryzyko silnego ruchu kursu w obie strony jest bardzo duże. W takiej sytuacji ani importerzy ani eksporterzy nie mogą być spokojni. Jedynym rozwiązaniem jest ciągły proces dynamicznego zarządzania ryzykiem walutowym. Przedsiębiorstwa narażone na zmiany kursu muszą śledzić zmiany na rynku walutowym i analizować zarówno czynniki wewnętrzne, jak i zewnętrzne²⁵.

Dość zastanawiający jest fakt, że przy niemalych potencjalnych stratach całkiem duża liczba przedsiębiorstw, które aktywnie działają na rynku międzynarodowym, nie prowadzi usystematyzowanej polityki zabezpieczenia ryzyka walutowego, mimo doświadczania jego negatywnych skutków²⁶.

W ostatnim czasie wzrosła liczba operacji oferowanych przez banki klientom instytucjonalnym, którzy posiadają środki lub dokonują rozliczeń w walutach obcych. Celem działań banków jest pomoc i wspieranie przedsiębiorstw w zarządzaniu ryzykiem walutowym. Instrumenty pochodne umożliwiają ograniczanie ryzyka w transakcjach finansowych i maksymalizowanie zysku przy niskim nakładzie inwestycyjnym²⁷.

Wybór instrumentu zabezpieczającego powinien być uzależniony od czasu występowania i charakteru ryzyka, na które narażony jest podmiot. Poprzez ostrożne i odpowiednie działania, poparte zasobem wiedzy i doświadczenia, banki mogą zaoferować przedsiębiorstwom skuteczne i optymalne metody minimalizowania ryzyka, redukcji kosztów finansowania tych metod oraz zwiększenia zysków z posiadanych środków²⁸.

Na rynku walutowym przedsiębiorstwo może zająć krótką pozycję jako sprzedawca bądź długą pozycję jako nabywca. Każde zajęcie pozycji jest równoważne z otwarciem pozycji walutowej. Poprzez zajęcie pozycji przeciwstawnej następuje zamknięcie pozycji walutowej: dla pozycji długiej oznacza przyjęcie pozycji krótkiej i odwrotnie. Zamykanie pozycji ma na celu zmniejszenie lub zneutralizowanie ryzyka. W przedsiębiorstwie rodzaj pozycji walutowej wynika z proporcji należności do zobowiązań w walutach tego podmiotu. Równowaga między należnościami i zobowiązaniami przedstawia zamkniętą pozycję, a różnica między tymi wielkościami powoduje zaistnienie otwartej pozycji walutowej. Zależności te zostały pokazane na rys. 7.

²⁵ D. Boryczka, *Skoro zyskuje, będzie tracił*, „Businessman Magazine” 2005, nr 4 (169), s. 66.

²⁶ *Ibidem*, s. 67.

²⁷ *Innowacje w operacjach bankowych*, red. A. Gospodarowicz, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 72.

²⁸ *Ibidem*, s. 72 i 73.



Rys. 7. Pozycje walutowe w przedsiębiorstwie

Źródło: *Innowacje w operacjach bankowych*, red. A. Gospodarowicz, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 75.

Pochodne transakcje walutowe są zawierane w walutach obcych. Ma to bezpośredni wpływ na przychody z tego rodzaju operacji. Kształtowanie się kursu danej waluty warunkuje zysk lub stratę w zależności od rodzaju zawartej transakcji. Spadek kursu i otwarcie długiej pozycji spowoduje, że jej posiadacz poniesie stratę. Natomiast wzrost kursu i otwarcie pozycji długiej generuje zyski dla przedsiębiorstwa. W przypadku pozycji krótkiej sytuacja jest odwrotna²⁹. Wynik finansowy, jaki może osiągnąć przedsiębiorstwo na skutek otwartej pozycji walutowej przy zmianie kursu walutowego jest przedstawiony na rys. 8. Instrumenty pochodne to transakcje zabezpieczające przed ryzykiem walutowym głównie wykorzystywane przez eksporterów i importerów. Profil ryzyka eksportera przedstawia się następująco: gdy rośnie kurs walutowy, eksporter może osiągnąć zysk, ale w sytuacji spadku kursu walutowego eksporter może ponieść stratę. Natomiast sytuacja importera jest odwrotna, wraz ze spadkiem kursu walutowego importer generuje zysk, a przy wzroście kursu walutowego ponosi stratę.

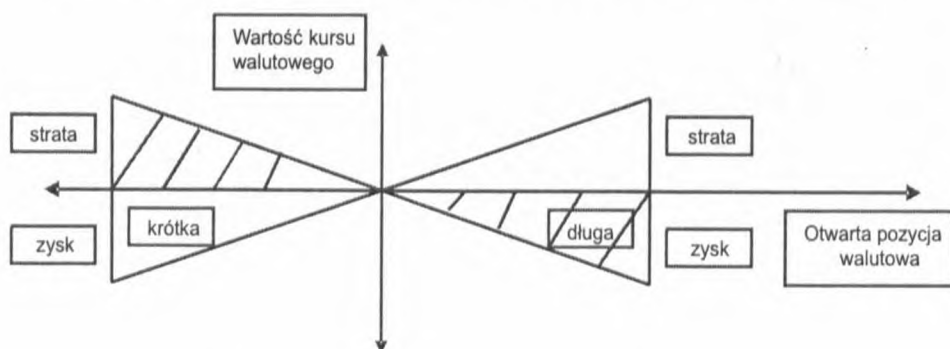
Najskuteczniejszą strategią zarządzania otwartą pozycją walutową jest dopasowanie pochodnych transakcji do rozliczeń w zależności od pozycji walutowej klienta. Jednak duża ilość pojedynczych rozliczeń byłaby zbyt droga i czasochłonna do zabezpieczenia. Z drugiej strony często należności i zobowiązania w poszczególnych walutach się kompensują. Dlatego łatwiejsze i tańsze jest zabezpieczanie różnicy między tymi wielkościami. Aby dobrze przygotować się do podjęcia decyzji o zawarciu transakcji na instrumentach pochodnych, istotna jest ocena i analiza następujących czynników³⁰:

- aktywów i zobowiązań denominowanych w walucie obcej;

²⁹ *Ibidem*, s. 75.

³⁰ *Ibidem*, s. 80.

- czasu, na jaki pozycja walutowa przedsiębiorstwa zostanie otwarta;
- przewidywania co do kształtu kursu walutowego w tym okresie.



Rys. 8. Zysk/strata powstałe na skutek otwartej pozycji walutowej przy zmianie kursu walutowego

Źródło: *Innowacje w operacjach bankowych*, red. A. Gospodarowicz, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 76.

Rynek walutowy, na którym zawierane są transakcje instrumentami pochodnymi, charakteryzuje się dużą różnorodnością operacji oferowanych dla klientów instytucjonalnych i indywidualnych. Te innowacyjne instrumenty bankowe mają za zadanie zabezpieczać wykonującą transakcje przed ryzykiem walutowym. Jednak tylko dobre oszacowanie i właściwy wybór instrumentu, co do czasu i wartości kontraktu może przynieść określone korzyści³¹.

Polski sektor finansowy oferuje cały wachlarz instrumentów, które pozwalają zabezpieczać się przed ryzykiem walutowym. Począwszy od najbardziej popularnych transakcji terminowych, na skomplikowanych, wieloskładnikowych strategiach opcyjnych skończywszy. Banki w większości oferują strategie skonstruowane, opierając się na opcjach binarnych czy barierowych³².

Wykorzystanie i konsekwencje zastosowania różnych instrumentów do zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym dla eksportera³³ przedstawia rys. 9.

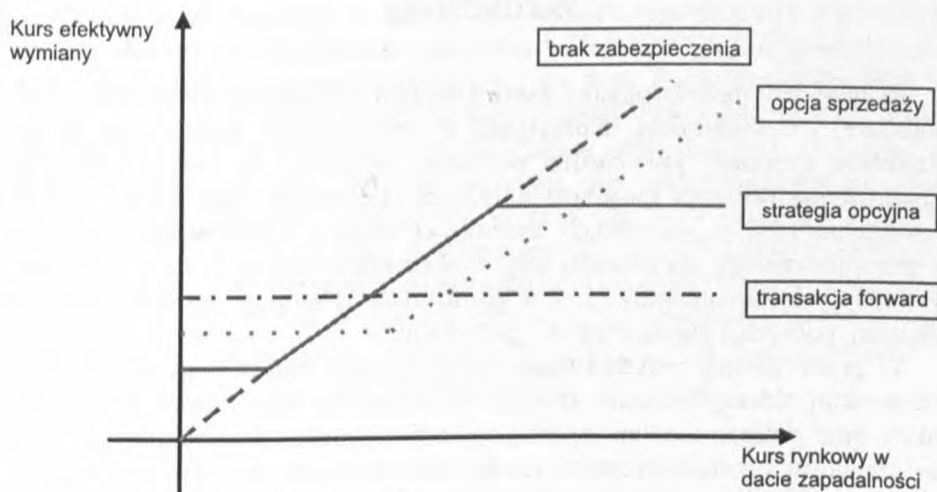
1. Brak zabezpieczenia to sytuacja czystej spekulacji wynikiem finansowym. Wzrost kursu spowoduje zysk dla eksportera, natomiast spadek nieograniczone straty.

2. Transakcja terminowa pozwala, bez względu na poziom kursu w dacie zapadalności, sprzedać walutę po tym samym kursie, który został ustalony w dniu zawarcia transakcji.

³¹ *Ibidem*, s. 82.

³² D. Boryczka, *op. cit.*, s. 67.

³³ *Ibidem*, s. 68.



Rys. 9. Instrumenty możliwe do wykorzystania przez eksportera do zabezpieczania przed ryzykiem walutowym

3. Opcja sprzedaży daje możliwość całkowitego zabezpieczenia się przed spadkiem kursu walutowego, a jednocześnie daje szansę na nieograniczone korzyści ze wzrostów.

4. Strategia opcyjna całkowicie zabezpiecza przed spadkiem kursu walutowego. Jednak pozwala na skorzystanie ze wzrostów tylko do ograniczonego poziomu. Dzięki temu maleją koszty zawarcia transakcji, a nawet mogą być zredukowane do zera.

Strategie opcyjne mają na celu najidealniejsze dopasowanie zabezpieczenia ryzyka walutowego do potrzeb i sytuacji, w jakiej znajduje się firma. Gwarantują one pożądaną profil ryzyka, jakie dane przedsiębiorstwo może ponieść, a dodatkowo zapewniają minimalny kurs wymiany i możliwość skorzystania z ewentualnych wzrostów kursu walutowego³⁴.

Instytut Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego w ubiegłym roku przeprowadził badania, z których wynika, że polscy przedsiębiorcy coraz lepiej rozumieją reguły gry rynkowej i starają się skutecznie zapobiegać wahaniom kursu walut. Już ponad 40% przedsiębiorstw zabezpiecza się przed zmianami kursów. Około 23% firm jako formę zabezpieczenia wybrało transakcje terminowe, 17% – manewrowanie terminem płatności, pozostałe wybrały fakturowanie w złotych i opcje walutowe.

³⁴ *Ibidem.*

ZAKOŃCZENIE

Ryzyko jest nieodzownym i nieuniknionym czynnikiem działalności gospodarczej i inwestycyjnej. Korzystanie z instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem jest bardzo pomocne, ponieważ są one potencjalnie najbardziej skutecznym sposobem stabilizacji oraz zwiększania wartości całego przedsiębiorstwa w warunkach zmienności kursów walutowych. Trudność w posługiwaniu się derywatami leży w skomplikowanych metodach wyceny wartości tych instrumentów oraz w konstruowaniu strategii odpowiadających złożonej polityce i oczekiwaniom podmiotów.

W pracy zostały przedstawione źródła ryzyka finansowego w przedsiębiorstwach, zidentyfikowano sposoby postrzegania tego ryzyka przez podmioty oraz przeprowadzono analizę wykorzystywania opcji walutowych jako instrumentów i metod służących zarządzaniu ryzykiem walutowym. Ukazano także najważniejsze osiągnięcia, dokonane głównie w ostatnich kilku latach, w zakresie zarządzania ryzykiem kursu walutowego oraz możliwości, jakie dają opcje walutowe do zabezpieczania tego ryzyka.

Wolumen obrotów rynku walutowego rośnie z roku na rok. Przedsiębiorstwa coraz częściej dostrzegają ryzyko kursowe, jakie towarzyszy ich działalności, i chętniej zabezpieczają się przed zmianami wartości pieniądza. Coraz większą popularnością w procesie zarządzania ryzykiem walutowym cieszą się instrumenty pochodne, takie jak opcje walutowe, co widać po sukcesywnym poszerzaniu się grona firm korzystających z tego typu zabezpieczenia. W Polsce co dziesiąte przedsiębiorstwo korzysta z tego instrumentu. Dzieje się tak w wyniku coraz lepszej wiedzy, jaką można uzyskać w różnych instytucjach finansowych w tym zakresie. Dodatkowo opcje walutowe charakteryzują się ogromną elastycznością, dzięki czemu mogą być łączone w walutowe strategie opcyjne i dostosowywane do indywidualnych potrzeb podmiotów.

Większa świadomość ryzyka kursowego oraz szanse i możliwości obrony przed nim, z wykorzystaniem opcji walutowych, wyraźnie dostrzegalne są w sektorze MSP. Jest to optymistycznie nastrojające zjawisko, gdyż sektor ten jest główną siłą napędową gospodarki.

Jednak wciąż polski rynek terminowy nie osiągnął jeszcze dojrzałości, co przejawia się w niskiej liczbie i wartości zawieranych transakcji oraz w małej ilości dostępnych rodzajów instrumentów pochodnych. W Polsce banki oferują podstawowe opcje walutowe, podczas gdy na rynkach zagranicznych dostępna jest cała gama opcji egzotycznych, co pozwala lepiej dostosować instrument walutowy do indywidualnych potrzeb przedsiębiorstwa.

Podsumowując, należy stwierdzić, że nie ma gotowej i prostej recepty na tworzenie systemu zarządzania i zabezpieczania ryzyka. Metodologia za-

zarządzania ryzykiem łączy w sobie wiele różnych metod z różnych dziedzin wiedzy. Każde przedsiębiorstwo powinno stworzyć system zarządzania ryzykiem adekwatny do specyfiki działania i potrzeb. Pocieszający jest fakt, że coraz więcej firm zdaje sobie sprawę z zagrożenia, jakie niesie ryzyko walutowe i stara się aktywnie przeciwdziałać jego skutkom, co pokazują badania przeprowadzane w ostatnich latach (np. przez Warszawską Grupę Inwestycyjną i Instytut Gospodarki Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie). Wśród przedsiębiorców coraz bardziej popularnym instrumentem stosowanym do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym są opcje walutowe. Jednak główną barierą, która ogranicza wykorzystanie pochodnych w zarządzaniu ryzykiem, jest brak przekonania i pewności, co do skuteczności stosowanego zabezpieczenia.

Anna Olejnik

MEANS AND STRATEGIES OF CURRENCY RISK MANAGEMENT BY USING CURRENCY OPTIONS

The article brings forward means and strategies of currency risk management by using currency options. This kind of risk has a significant influence on a stability of business, and one of the most important long – term goal for companies should be to recognize and eliminate that risk. The article analyses the situation on currency and derivatives market in the world and in Poland as well. The last part of a paper presents the survey on types of currency operations, which are the most popular and often use by companies to insure them against currency risk.