

2012

Ryzyko walutowe w działalności małych i średnich polskich przedsiębiorstw eksportowych



Wsparcie dla biznesu w zasięgu ręki



Ryzyko walutowe
w działalności małych
i średnich polskich
przedsiębiorstw
eksportowych

Ryzyko walutowe w działalności małych i średnich polskich przedsiębiorstw eksportowych

Autor

Jacek Maliszewski

Recenzja:

Iwona Staniec, Katedra Zarządzania, Politechnika Łódzka

Redakcja:

Justyna Kulawik

Przygotowanie do druku i druk publikacji zostały współfinansowane ze środków Unii Europejskiej w ramach Programu Ramowego na rzecz Konkurencyjności i Innowacyjności oraz Budżetu Państwa.

Komisja Europejska lub osoby występujące w jej imieniu nie są odpowiedzialne za informacje przedstawione w publikacji. Poglądy wyrażone w publikacji są poglądami autorów i nie muszą się pokrywać z działaniami Komisji Europejskiej.

Publikacja wydana przez ośrodek Enterprise Europe Network działający przy Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości. Wersja elektroniczna publikacji jest dostępna na stronach internetowych www.parp.gov.pl oraz www.een.org.pl.

Publikacja została wydana na papierze przyjaznym dla środowiska naturalnego (wyprodukowanym w 100% z makulatury, wybielonym w procesie PCF – Processed Chlorine Free)

Wydanie I

© Copyright by Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2012

ISBN 978-83-7633-175-1

Wydawca:

Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości

ul. Pańska 81/83

00-834 Warszawa

www.parp.gov.pl

Przygotowanie do druku, druk i oprawa:



Wydawnictwo Naukowe Instytutu Technologii Eksploatacji – PIB

ul. K. Pułaskiego 6/10, 26-600 Radom, tel. centr. (48) 364-42-41, fax (48) 364-47-65

e-mail: instytut@itee.radom.pl

<http://www.itee.radom.pl>

SPIS TREŚCI

Wstęp	5
1. Rynek wymiany waluty – informacje podstawowe	9
1.1. Gdzie można wymienić walutę?	9
1.1.1. Transakcja wymiany waluty w banku	9
1.1.2. Transakcja wymiany waluty u brokera	10
1.2. Koszty transakcyjne wymiany waluty – jak je zminimalizować?	12
2. Czy warto zarządzać ryzykiem kursu walutowego?	15
3. Co to jest pozycja walutowa? Jaką pozycję walutową ma eksporter?	19
4. Długa pozycja walutowa – sytuacja niezabezpieczonego eksportera	20
5. Rodzaje zleceń kupna/sprzedaży – jako narzędzia służące do zarządzania ryzykiem kursu walutowego	22
6. Zakup i sprzedaż waluty na termin – czyli czym jest forward i futures walutowy oraz w jakim celu dokonuje się takich transakcji?	22
7. Jakie zdarzenia gospodarcze wywołują ryzyko kursu walutowego?	27
8. Kto generuje ryzyko kursowe w firmie?	29
9. Spekulacja świadoma i nieświadoma – fakty i mity	30
10. Rodzaje faktur – jako dokumenty sprzedaży oraz metody zabezpieczania ryzyka kursowego ...	30
10.1. Faktury czyste walutowe	30
10.2. Faktury złotowe denominowane do waluty zagranicznej	31
11. Kiedy należy otworzyć transakcję zabezpieczającą, a kiedy należy ją zrealizować (zamknąć) dla różnego rodzaju faktur	32
12. Rodzaje ryzyk kursowych ze względu na czas trwania ryzyka	33
12.1. Ryzyko spotowe	34
12.2. Ryzyko krótkoterminowe	36
12.3. Ryzyko średnioterminowe	36
12.4. Ryzyko długoterminowe	37
13. Rozwój ryzyka na osi czasu – przychody realizowane w walucie obcej	38
14. Cel zarządzania ryzykiem kursu walutowego – podejście memoriałowo-księgowo oraz podejście kasowe	41
15. Ekspozycja walutowa brutto i netto – zasady obliczania, interpretacji	44
16. Modele zabezpieczania ryzyka kursowego ze względu na rodzaj ekspozycji walutowej	45
17. Opcja walutowa jako narzędzie służące do zabezpieczania ekspozycji walutowej	46
18. Zasada działania opcji PUT przy zarządzaniu ryzykiem eksportera	47
19. Jakie czynniki wpływają na wysokość ceny opcji PUT i CALL?	49
20. Jak wyznaczyć efektywny kurs zabezpieczenia przy użyciu opcji walutowej?	52

21. Opcje głęboko w pieniądzu (DITM) – jako alternatywa wobec forwardu.....	53
22. Zasady składania zleceń kupna i sprzedaży opcji walutowych.....	59
23. Nabywca i wystawca opcji – prawa i obowiązki spoczywające na stronach transakcji.....	60
23.1. Obowiązki spoczywające na wystawcach opcji	62
24. Generalne zasady przy kupowaniu, sprzedawaniu oraz wystawianiu opcji	63
25. Złożone strategie opcyjne – strategie zero-kosztowe lub bliskie zero-kosztowych	63
26. Korytarz eksportera	64
27. Zakończenie	65

*„Najbardziej jaskrawym typem spekulanta
jest przedsiębiorstwo, które nie robi nic
w dziedzinie zarządzania ryzykiem,
ponieważ wystawia się na ryzyka
wszelkiego rodzaju”
– Gregory Millman*

WSTĘP

Czy polskie przedsiębiorstwa zarządzają ryzykiem kursu walutowego? Czy działania takie są powszechnie stosowane? Niestety nie! Tylko kilka procent firm uzyskujących przychody wyrażone w walucie obcej oraz firm ponoszących koszty w walucie zagranicznej zarządza ryzykiem kursowym. Co jest przyczyną tego stanu rzeczy? Dlaczego tak mała liczba przedsiębiorców stara się, aby zmieniający się (czasami w sposób gwałtowny) kurs walutowy nie pogarszał sytuacji finansowej ich firm?

Przyczyn tego stanu rzeczy jest wiele. Przedsiębiorstwa obawiają się zarządzać ryzykiem kursowym, gdyż kojarzy się to im ze spekulacją instrumentami pochodnymi (głośna sprawa z tak zwanymi „toskycznymi opcjami”). Przedsiębiorstwa są przekonane, iż ubezpieczenie ryzyka kursowego jest bardzo kosztowne. Przyczyną tego stanu rzecz jest także niski stopień edukacji w dziedzinie zarządzania ryzykiem kursowym.

Pisząc niniejszy Poradnik, chciałem z jednej strony wyjść naprzeciw oczekiwaniom wąskiej grupy przedsiębiorstw, które już dziś zarządzają ryzykiem kursowym, lecz które chciałyby rozszerzyć gamę narzędzi oraz ulepszyć stosowane metody. Z drugiej zaś strony chciałem sprawić, aby pozostała (szersza) grupa przedsiębiorstw dowiedziała się, iż zarządzanie ryzykiem kursowym wcale nie musi kojarzyć się z niebezpieczną spekulacją i wcale nie musi być kosztowne. W kolejnych rozdziałach Poradnika postanowiłem tak poprowadzić logiczny wywód, aby każdy czytelnik sam sobie odpowiedział na pytanie: „Czy warto, czy też nie warto zarządzać ryzykiem kursowym oraz czy zarządzanie ryzykiem zwiększa bezpieczeństwo finansowe firmy?”

Z uwagi na niezależne ode mnie ograniczenie objętościowe pracy nie mogłem przedstawić wszystkich typów zdarzeń gospodarczych, które wywołują ryzyko kursu walutowego i które mogą się przyczynić do pogorszenia wyniku finansowego przedsiębiorstwa narażonego na takie ryzyko. Wiele różnego rodzaju przypadków i problemów zostało więc jedynie zasygnalizowanych, bez szczegółowego ich omawiania. Z uwagi na wspomniane ograniczenia praca przedstawia jedynie metody zarządzania ryzykiem kursowym, które dotyczą zdarzeń gospodarczych związanych z uzyskiwaniem przychodów wyrażonych w walucie obcej (głównie w euro). Oznacza to, iż z tego wydania Poradnika skorzystać będą mogli wyłącznie polscy eksporterzy otrzymujący zapłatę od swoich kontrahentów w euro lub w innej walucie zagranicznej.

Pominałem wiele innych typów form rozliczeń (innych niż czyste rozliczenia walutowe), takich jak: faktury denominowane do waluty zagranicznej, faktury zagraniczne denominowane do złotego, faktury mieszane, faktury zagraniczne denominowane do innej waluty zagranicznej itp. Oznacza to, iż zdarzenia gospodarcze wywołujące ryzyko kursowe, lecz w których nie dochodzi do zapłaty walutą zagraniczną zostały w pracy pominięte.

Pominałem również opis metod zarządzania ryzykiem kosztów walutowych. Wiele polskich przedsiębiorstw uzyskuje nie tylko przychody walutowe ze sprzedaży eksportowej, ale również ponosi koszty walutowe związane

z zakupem surowców, urządzeń, usług od zagranicznych oraz krajowych dostawców. Oznacza to, iż dla tej grupy firm niniejsze wydanie Poradnika nie będzie spełniało wszystkich oczekiwań. Firmy mające przychody oraz koszty walutowe nie znajdują tutaj wszystkich odpowiedzi na temat tego, jak neutralizować bardziej złożone typy ryzyk.

Wejście Polski w 2004 roku do Unii Europejskiej spowodowało gwałtowny wzrost obrotów handlowych realizowanych przez polskie firmy z ich europejskimi kontrahentami. W ślad za przystąpieniem naszego kraju do Wspólnoty Europejskiej Polska miała przyjąć euro – czyli wspólną walutę europejską – która miała zastąpić złoto. Miało to ograniczyć koszty wymiany walut oraz zmniejszyć ryzyko kursowe dla polskich firm. Niestety kryzys finansowy spowodowany upadkiem we wrześniu 2008 roku amerykańskiego banku Lehman Brothers oddalił perspektywę przyjęcia przez Polskę wspólnotowej waluty. Przedsiębiorcy oferujący swoje wyroby i usługi na rynku europejskim (i nie tylko na rynku europejskim) muszą więc w jakiś sposób radzić sobie ze zmieniającymi się warunkami biznesowymi, zmieniającymi się na skutek zmian wartości złota oraz zmian wartości euro. W okresach, gdy złoty traci na wartości względem euro polscy eksporterzy odnoszą wielkie sukcesy na arenie międzynarodowej, gdyż są w stanie łatwiej konkurować cenowo z firmami, których macierzyste kraje są członkami strefy euro. Natomiast w okresach, gdy złoty wyraźnie się umacnia względem euro polscy eksporterzy tracą rynki zbytu, nie będąc w stanie realizować dodatnich marż eksportowych.

O tym, w jak znacznym stopniu zmieniający się kurs złota oraz kurs euro wpływa na osiągnięte wyniki finansowe przekonują się nie tylko firmy, ale również gospodarstwa rolne, instytucje samorządowe oraz instytucje pośredniczące w dofinansowaniu inwestycji realizowanych przez polskich beneficjentów funduszy unijnych.

Spadający kurs EUR/PLN sprawia, iż producenci rolni otrzymują mniejsze dopłaty przeliczone z euro na złote. Gospodarstwa rolne mogą określić wysokość tych dopłat i przyjąć je w swoich planach finansowych dopiero na koniec września każdego roku – kiedy to kurs EUR/PLN z ostatniego dnia września stanowi podstawę do przeliczenia należnych dopłat z euro na złote. Gospodarstwo rolne, chcąc zaplanować finanse, musi więc czekać do końca września, aż ustalony zostanie kurs wymiany euro na złote. Plan taki można jednak ustalić jedynie na najbliższe 12 miesięcy, czyli do ostatniego dnia września roku kolejnego. Jeśli w następujących po sobie latach dochodzi do znacznego spadku kursu EUR/PLN, sytuacja finansowa polskich producentów rolnych znacząco się pogarsza. Okazuje się, iż istnieją metody pozwalające ubezpieczyć się przed tego typu ryzykiem spadku kursu EUR/PLN nawet na kilka kolejnych lat, dzięki czemu producent rolny mógłby lepiej zaplanować swoje przychody i wydatki i tym samym bardziej efektywnie gospodarować zarówno samodzielnie wypracowanymi zyskami, jak też otrzymanymi dopłatami z budżetu UE.

Spadający kurs EUR/PLN wpływa również niekorzystnie na finanse polskich przedsiębiorstw, które w toku prowadzonych inwestycji korzystają z dofinansowania z funduszy unijnych. W ostatnich kilku latach doszło do znacznych zmian zasad wypłaty takich dofinansowań. Kilka lat temu potencjalny beneficjent funduszy unijnych wiedział, czy otrzyma dofinansowanie, czy też dofinansowania nie otrzyma praktycznie zaraz po złożeniu stosownego wniosku. Taki przedsiębiorca nie wiedział tylko, jaką kwotę złotych ostatecznie otrzyma w chwili wypłaty dofinansowania, gdyż kwota ta zależała od kursu EUR/PLN, jaki obowiązywał w danym okresie. Gdy kurs EUR/PLN był wysoki, beneficjent otrzymywał taką kwotę, jaką zakładał w swoim biznesplanie. Gdy kurs EUR/PLN był natomiast niski, beneficjent otrzymywał mniejszą kwotę. Taki spadek wysokości kwoty dofinansowania często wprawiał przedsiębiorcę w zakłopotanie. Musiał on bowiem znaleźć dodatkowe źródło finansowania (kredyt bankowy), aby móc w pełni zrealizować zaplanowane wydatki inwestycyjne. Pomimo tych trudności w ówczesnych latach beneficjenci mieli możliwość zarządzania ryzykiem kursowym w identyczny sposób, jak eksporter sprzedający swoje wyroby za granicę.

Dziś przepisy odnoszące się do zasady wypłaty dofinansowania uległy znaczącym zmianom. Chcąc zdjąć z beneficjentów ryzyko kursowe, ustawodawca tak naprawdę naraził przedsiębiorców na o wiele większe problemy. Zgodnie z dziś obowiązującymi zasadami wypłaty dotacji beneficjent nie ma możliwości ubezpieczenia się przed ryzykiem kursowym. Możliwości takiej nie mają również instytucje pośredniczące i współfinansujące, takie

jak samorządy gminne, samorządy wojewódzkie czy też instytucje będące członkami Enterprise Europe Network. Obecnie beneficjent do ostatniej chwili przed wypłatą dotacji nie wie, czy taką wypłatę uzyska w całości, czy też nie uzyska jej wcale. Jeśli bowiem kurs EUR/PLN znacząco spadnie w kolejnym miesiącu, a w poprzednim miesiącu instytucja pośrednicząca i współfinansująca wykorzystała już w znacznym stopniu dostępną pulę funduszy unijnych, to po przeliczeniu euro na złote dostępnej puli funduszy oraz po uwzględnieniu wypłaconych kwot w bieżącym miesiącu może okazać się, iż dla części beneficjentów znajdujących się na końcu „kolejki” nie starczy pieniędzy na wypłatę. Tacy pechowi przedsiębiorcy nie dostaną żadnego dofinansowania. Kiedyś – zgodnie z ówczesnymi zasadami – mogli liczyć na mniejszą wypłatę, ale zawsze jakąś. Teraz zaś wiele przedsiębiorców nie otrzyma nic. Problem ten zacznie się nasilać w roku 2013, kiedy to zaczną się wyczerpywać kwoty (wyrażone w euro) dofinansowania przyznane Polsce w budżecie unijnym zaplanowanym na lata 2007–2013.

Jak widzimy, problemów związanych z wahaniami kursu walutowego jest całkiem sporo. Chcąc przedstawić wszystkie metody ograniczania skutków ryzyka kursowego, musiałbym rozszerzyć zawartość Poradnika kilkakrotnie.

1. Rynek wymiany waluty – informacje podstawowe

Każdy przedsiębiorca, duży, średni czy też mały handlujący towarami i usługami z zagranicznymi kontrahentami staje przed dylematem: „W jaki sposób dokonywać rozliczeń finansowych? W jakiej walucie wystawiać faktury zagranicznym odbiorcom? Gdzie zamieniać walutę zagraniczną na złotego i na odwrot – złotego na walutę zagraniczną? Czy koszty zamiany jednej waluty na drugą nie spowodują obniżenia zyskowności planowanego biznesu? Jaki będzie przyszły kurs wymiany waluty, który trzeba przyjąć przy budowaniu biznesplanu? Czy przyszły kurs wymiany waluty pozwoli zrealizować zaplanowane przychody, koszty, marżę handlową oraz zyski?”

Tego typu pytań jest oczywiście znacznie więcej. Każdy przedsiębiorca zarówno ten rozpoczynający działalność na rynkach zagranicznych, jak też ten, który już działa na takich rynkach natrafia na wiele problemów. W kolejnych rozdziałach podpowiem, jak radzić sobie z tymi problemami, jak ograniczać koszty wymiany waluty (koszty transakcyjne), jak ograniczać ryzyko kursowe, jak zarządzać przepływami walutowymi (kosztami i przychodami) oraz jak ograniczać ryzyko kursowe.

1.1. Gdzie można wymienić walutę?

Zacznijmy od sprawy najistotniejszej, czyli gdzie można wymienić jedną walutę na drugą.

Najprostszym sposobem wymiany waluty jest otwarcie rachunku/rachunków walutowych w banku lub u brokera walutowego i dokonywanie sprzedaży/kupna waluty za pośrednictwem tego typu instytucji finansowych. Nie jest dobrym pomysłem noszenie gotówki do kantoru. Jest to czasochłonne, niebezpieczne (ryzyko kradzieży, napadu) i kłopotliwe. Będę o tym jeszcze wspominać w dalszej części Poradnika.

Czyli pozostaje nam albo bank, albo broker walutowy. O ile usługi bankowe są dość dobrze znane i wykorzystywane w życiu codziennym przez większość z nas, o tyle na temat usług brokerów wiemy raczej niewiele. A szkoda. To właśnie wejście na polski rynek brokerów walutowych i ich obecność, wymusiła na bankach obniżenie opłat z tytułu wymiany waluty.

1.1.1. Transakcja wymiany waluty w banku

Bank ogłasza zawsze dwa kursy wymiany: **kurs kupna** i **kurs sprzedaży**. Kursy takie mogą być ogłaszane w postaci tabeli kantorowej, elektronicznej platformy handlu czy też poprzez słowa wypowiedziane przez dealera walutowego (pracownika banku) podczas rozmowy telefonicznej. W każdym razie przedsiębiorca dowiaduje się z takiego przekazu, po jakim kursie przedsiębiorca może kupić walutę od banku (jest to kurs sprzedaży oferowanej przez bank) oraz po jakim kursie przedsiębiorca może sprzedać walutę do banku (jest to kurs kupna oferowany przez bank).

Należy zapamiętać, że:

Niższy kurs – to kurs kupna banku, często nazywany również kursem **BID**.

Wyższy kurs – to kurs sprzedaży banku, często nazywany również kursem **ASK**.

Różnica pomiędzy kursem kupna i kursem sprzedaży to właśnie wspomniany wcześniej **spread**.

Tak ogłoszony kurs może zmieniać się co chwilę lub raz na parę godzin. Zasadą jest, iż im węższy jest *spread*, tym częściej oferta kupna/sprzedaży ulega aktualizacji.

Przykład 1

Przyjmijmy, iż w danym momencie obowiązuje taki oto kurs euro w relacji do złotego:

BID: 4,1230 / 4,1250 ASK

Koszt transakcyjny wyliczamy, odejmując kurs sprzedaży banku (4,1250) od kursu kupna banku (4,1220). W wyniku tego odejmowania otrzymujemy 0,0030 złotego na każdym euro (czyli trzydzieści dziesięciotysięcznych złotego, czy też trzydzieści setnych grosza).

Aby uniknąć niewygodnego używania tysięcznych części złotego lub setnych części grosza, przyjęto inne nazewnictwo. Mianowicie wprowadzono nazwę „*pips*”.

Pips – to jedna setna grosza. Czyli trzydzieści setnych grosza to trzydzieści *pips*.

W naszym przykładzie *spread* wynosi więc **30 pips**. I jest to standardowy koszt transakcyjny. Każdy przedsiębiorca powinien domagać się od swojego banku, aby koszt transakcyjny nie był wyższy niż wspomniane 30 pips.

Jeśli chcemy teraz wyliczyć całkowity koszt transakcyjny wymiany dowolnej kwoty waluty, to musimy pomnożyć nominal waluty zagranicznej przez *spread*.

Dla kwoty 100 000 EUR i przy założeniu spreadu wynoszącego 30 pips – koszt transakcyjny wynosi 300 złotych.

Jeśli *spread* wynosi 100 pips (czyli 1 grosz), to koszt transakcyjny dla kwoty 100 000 EUR wynosi 1 000 złotych.

W jaki sposób natomiast możemy policzyć koszty transakcyjne wymiany waluty dokonywanej u brokera – czyli u brokera pobierającego prowizję maklerską/brokerską? O tym w następnym podrozdziale.

1.1.2. Transakcja wymiany waluty u brokera

Broker działa nieco inaczej niż banki. Broker łączy bowiem dwie strony transakcji, szukając chętnych do kupna i do sprzedaży waluty w danej chwili i po danym kursie wymiany. Aby więc doszło do transakcji wymiany waluty u brokera, w tej samej chwili musi zgłosić się ktoś, kto chce walutę sprzedać i ktoś, kto chce walutę kupić. Potrzebny jest jeszcze dodatkowy warunek – kupujący i sprzedający musi zgłosić chęć zakupu i sprzedaży takiego samego nominału waluty. Brokerzy walutowi rozwiązali ten problem w taki oto sposób, iż **wystandaryzowali** kwoty pojedynczych transakcji. Każdy, kto chce handlować walutą za pośrednictwem brokera musi się więc dostosować do obowiązujących zasad.

Przykładowo – Brokerzy działający na Warszawskiej Giełdzie Towarowej w Warszawie (czyli będący członkami tej giełdy) używają standardowych kwot transakcji wynoszących 10 000 waluty zagranicznej oraz 50 000 waluty zagranicznej. I tylko takimi kwotami oraz wielokrotnością tych kwot można handlować. Można więc sprzedać 10 000 EUR albo 30 000 EUR, albo 120 000 EUR. Nie można natomiast sprzedać kwoty 7 500 EUR czy też 111 000 EUR.

Kwota wymiany waluty musi być wielokrotnością 10 000 lub 50 000 waluty bez reszty z dzielenia.

Jeśli broker ma wielu klientów, którzy korzystają z jego usług, to nigdy nie ma problemu ze znalezieniem drugiej strony transakcji. Czyli jeśli przykładowo eksporter chce sprzedać w danej chwili kwotę 10 000 EUR, to nie będzie z tym żadnego problemu. Broker zawsze znajdzie ofertę przeciwną – czyli kogoś, kto w danym momencie i po danym kursie chce kupić 10 000 EUR.

Skąd ta pewność? Okazuje się, iż z usług brokerów korzystają nie tylko przedsiębiorcy, osoby fizyczne, ale również banki rozsiane po całym świecie oraz inni brokerzy również rozsiani po całym świecie. W ten sposób powstaje sieć połączeń pomiędzy brokerami i bankami. Dzięki tej sieci połączeń rynek walutowy charakteryzuje się WYSOKĄ PŁYNNOCIĄ!

W praktyce oznacza to, iż w każdej chwili można kupić lub sprzedać kwotę 10 000 EUR, jak też 10 000 000 EUR (jak również podobne kwoty dolarów, franków, funtów itp.). Jedynie w przypadku transakcji wymiany o większym nominale niż 10 000 000 EUR (lub innej waluty) transakcja może trwać nieco dłużej niż parę chwil. Broker musi bowiem w takiej sytuacji poszukać ceny w kilku różnych miejscach – dzwoniąc do różnych brokerów i banków, aby zebrać w jedną całość wymaganą kwotę waluty do wymiany.

W efekcie takiego modelu działania brokerów przedsiębiorca zawiera transakcję wymiany waluty po tej samej cenie, po której inny uczestnik handlu zawiera transakcję odwrotną.

Wracając do sposobu wyliczenia kosztu transakcyjnego u brokera walutowego:

Aby wyliczyć koszt transakcyjny, należy uwzględnić dwie składowe tego kosztu:

- ✓ *spread* rynkowy – różnica pomiędzy najlepszą ofertą sprzedaży i ofertą kupna
- ✓ prowizja maklerska pobierana przez brokera za zrealizowaną transakcję.

Przykład 2

Przyjmijmy, iż *spread* wynosi 5 pips. Przyjmijmy, iż prowizja maklerska wynosi 24 złote. Zsumujmy te dwie pozycje kosztów.

Koszt *spreadu* (5 *pips*) dla kwoty 10 000 EUR wynosi 5 złotych. Prowizja maklerska wynosi 24 złote. Łącznie daje to 29 złotych.

Chcąc przeliczyć tę kwotę złotych na *pipsy spreadu* całkowitego, dzielimy 29 złotych przez kwotę 10 000 EUR i otrzymujemy **29 pips** całkowitego kosztu transakcyjnego na każdym euro.

Zdecydowana większość działających na polskim rynku brokerów walutowych pobiera prowizję maklerską w takiej kwocie, iż po dodatkowym uwzględnieniu czystego *spreadu* rynkowego łączny koszt transakcyjny wynosi wspomniane 30 *pips*. Można więc przyjąć, iż koszt transakcyjny wymiany waluty na poziomie zbliżonym do 30 *pips* jest kosztem rynkowym.

W ujęciu wartości względnej oznacza to koszt wynoszący o około 0,1% wartości przedmiotu wymiany walutowej przy wymianie dolara na złote (z uwagi na fakt, iż 30 *pips* w relacji kursu USD/PLN wynoszącego około 3 złotych za dolara oznacza właśnie 0,1% wartości przedmiotu transakcji wymiany) lub około 0,075% wartości przedmiotu wymiany walutowej, gdy dokonywana jest wymiana euro na złote.

Ważne jest, aby faktyczny (efektywny) koszt transakcyjny został dokładnie wyliczony. Jeśli przykładowo bank informuje, że do kursu kupna dolicza 30 *pips* własnej marży, to znaczy, że koszt *spreadu* nie wynosi 30 *pips*!! To bardzo ważne! Koszt *spreadu* bowiem to różnica pomiędzy kursem, po jakim możemy walutę kupić i po jakim kursie możemy walutę sprzedać.

Jeśli bank do ceny rynkowej dolicza 30 *pips* własnej marży, to koszt *spreadu* tak naprawdę jest większy i może wynosić na przykład 65 *pips*. Bank może bowiem kupić od nas euro po kursie 4,1190 lub sprzedać nam walutę po kursie 4,1255, zachowując 30 *pips* marży dodawanej do obydwu stron rynku.

Przykład 3

Kurs czysty rynkowy

(*bid*) 4,1220 / 4,1225 (*ask*)

Spread rynkowy 5 *pips*

Rynkowy koszt transakcyjny 5 *pips*

Marża banku 30 *pips*

Kurs banku

(*bid*) 4,1190 / 4,1255 (*ask*)

Spread banku 65 *pips*

Bankowy koszt transakcyjny 65 *pips*

Bank, stosując marżę 30 *pips* odejmuje od rynkowego kursu *bid* (4,1220) 30 *pips* swojej marży, otrzymując kurs kupna 4,1190. W podobny sposób dolicza 30 *pips* swojej marży do rynkowego kursu *ask*, otrzymując kurs sprzedaży 4,1255.

Warto jeszcze wspomnieć o tym, w jaki sposób bank zarabia na transakcji wymiany waluty. Mówi się, że nie należy „zaglądać do czyjejś kieszeni”. Czyli, że zarobek banku jest jego prywatną sprawą. Rynkowe stawki kosztu transakcyjnego nie podlegają dyskusji. Jeśli jednak koszty transakcyjne są wygórowane przez bank, należy domagać się ich obniżenia. Gdy nie przynosi to oczekiwanego skutku (bank upiera się przy swoich stawkach kosztów transakcyjnych), należy poszukać innego banku albo brokera, który zaoferuje stawki rynkowe.

1.2. Koszty transakcyjne wymiany waluty – jak je zminimalizować?

Od kilku lat na krajowym rynku walutowym widzimy rosnącą konkurencję pomiędzy podmiotami finansowymi oferującymi osobom fizycznym oraz przedsiębiorstwom możliwość wymiany jednej waluty na drugą. Efektem tego zjawiska jest znaczący spadek kosztów transakcyjnych. Dziś koszt transakcyjny wymiany waluty – definiowany jako tak zwany *spread*, czyli różnica pomiędzy kursem kupna i sprzedaży oferowanym przez dany podmiot finansowy – dla transakcji o nominale 10 000 waluty bazowej (na przykład 10 000 USD wymieniane na PLN lub 10 000 EUR wymieniane na PLN lub też 10 000 EUR wymieniane na USD itd.) wynosi nie więcej niż 0,3 grosza na każdej jednostce waluty bazowej – czyli 30 *pips*.

Przykład 4

Widząc taką oto ofertę wymiany euro na złote:

EUR/PLN = 4,1220 / 4,1250

uznamy, iż koszt transakcyjny w tym przypadku wynosi 30 *pips*, czy też 0,3 grosza na każdym euro.

Warto pamiętać, iż cyfry znajdujące się po lewej stronie znaku „/” oznaczają kurs sprzedaży waluty (nazywany również jako strona „**BID**”) – w naszym przypadku kursem, po jakim można sprzedać euro jest 4,1220 złotego.

Natomiast cyfry stojące po prawej stronie znaku „/” oznaczają kurs kupna waluty (nazywany również jako strona „ASK”) – w naszym przypadku kursem, po jakim można kupić euro jest 4,1250.

Zwykle instytucje finansowe, takie jak banki czy brokerzy walutowi ogłaszają kursy wymiany jednej waluty na drugą z dokładnością do czwartego miejsca po przecinku. Zdarzają się jednak sytuacje, gdy kwotowanie kursu wymiany podawane jest do piątego miejsca po przecinku. Dotyczy to jednak głównie kursów wymiany głównych walut światowych – takich jak EUR/USD (kurs wymiany euro na dolara amerykańskiego), czy też GBP/USD (kurs wymiany funta brytyjskiego na dolara amerykańskiego).

W niniejszym Poradniku wszystkie przykłady liczbowe są oparte na kwotowaniach podawanych z dokładnością do czwartego miejsca po przecinku.

Warto także wiedzieć, iż każda instytucja finansowa (banki, brokerzy, giełdy towarowe) zawsze podają notowania walut dwustronnie – czyli podając kurs, po jakim dana instytucja jest gotowa kupić od klienta walutę (kurs BID) oraz kurs, po jakim dana instytucja jest gotowa sprzedać klientowi walutę (kurs ASK).

Każdy przedsiębiorca, niezależnie od tego, jakimi nominalami waluty handluje (czy są to dziesiątki tysięcy waluty miesięcznie czy też setki milionów waluty dziennie), ma prawo domagać się od instytucji finansowej, z której usług korzysta, aby instytucja ta określała bieżący kurs wymiany właśnie jako kwotowanie dwustronne.

Niektóre instytucje unikają tego obowiązku i podają kurs wymiany jednostronnie. Na przykład w sytuacji, gdy do dealera walutowego w banku dzwoni importer dealer woli podać jedynie kurs, po jakim importer może kupić od niego walutę. Dealer ukrywa w ten sposób faktyczny koszt transakcyjny wymiany waluty. Należy bezwzględnie domagać się od dealera, aby podał kwotowanie dwustronne.

Przykład 5

Podczas rozmowy telefonicznej z dealerem walutowym należy wypowiedzieć takie oto zdanie:

„Proszę zakwotować kurs euro-złoty dla transakcji natychmiastowej wymiany”.

W tym miejscu konieczny jest krótki komentarz. W praktyce odróżnia się transakcje **wymiany natychmiastowej** od transakcji wymiany **Spot**.

Do transakcji **wymiany natychmiastowej** dochodzi chwilę po zawarciu transakcji. Oznacza to, iż strony transakcji muszą dokonać wymiany jednej waluty na drugą natychmiast po zawarciu transakcji.

Natomiast w przypadku transakcji **Spot** – strony są zobowiązane wymienić się walutą po upływie dwóch dni od dnia zawarcia transakcji.

Kursy wymiany dla tych dwóch kategorii mogą się nieznacznie różnić. W przypadku kursu EUR/PLN kurs natychmiastowej wymiany powinien być o około 5 pips niższy niż kurs wymiany Spot.

Wracając do powyższego przykładu – dealer może dopytać przedsiębiorcę o nominal transakcji. Na przykład, czy będzie to wymiana 10 000 euro? Czy też 100 000 euro? Czy może jeszcze większy nominal?

Ponownie potrzeby jest kolejny komentarz. W wielu instytucjach finansowych (głównie u brokerów walutowych oraz na giełdach towarowych) nie ma znaczenia, jaki jest nominal transakcji wymiany waluty, gdyż w instytucjach tych obowiązuje taki sam kurs wymiany niezależnie od wielkości nominalu pojedynczej transakcji – byle tylko był to nominal wystandaryzowany. Innymi słowy, chcąc kupić 10 000 euro otrzymamy taki sam kurs wymiany, jak ktoś inny, kto w danej chwili chce kupić 100 000 000 euro. Takie są standardy u brokerów.

Banki natomiast często oferują różny kurs wymiany w zależności od nominalu transakcji. Zwykle im większy nominal transakcji, tym lepszy kurs wymiany dla klienta.

Wróćmy raz jeszcze do naszego przykładu, w którym po wypowiedzeniu zdania na temat kwotowania EUR/PLN określiliśmy dodatkowo, iż zapytanie dotyczy transakcji o nominalie 100 000 euro.

Warte zapamiętania jest to, aby nigdy nie odkrywać kart przed dealerm walutowym. Nigdy nie należy określać, czy mamy zamiar KUPIĆ czy też SPRZEDAĆ euro, zanim nie usłyszymy dwustronnego kwotowania z ust dealera.

Może się zdarzyć, że dealer będzie próbował „na siłę” wyciągnąć od nas informację na temat tego, czy chcemy walutę sprzedać, czy też kupić, nie chcąc podać kursu wymiany, zanim nie dowie się od nas, co mamy zamiar zrobić.

Nie należy poddawać się takiej presji, lecz cały czas prosić o kwotowanie dwustronne. Dopiero po usłyszeniu takiego dwustronnego kwotowania, należy podjąć decyzję o kupnie lub sprzedaży waluty.

Dlaczego jest to takie ważne? Okazuje się bowiem, iż prawidłowo zadane pytanie do dealera może znacząco obniżyć nam koszty transakcyjne wymiany waluty. Eksporter może uzyskać więcej złotych za sprzedaną walutę, a importer może wydać mniej złotych na zakup waluty.

Przykład 6

Przedsiębiorca A oraz Przedsiębiorca B mają wynegocjowane takie same warunki handlu walutą w banku. Przyjmijmy, że koszty transakcyjne (*spread*) gwarantowane przez ten bank wynoszą 30 *pips* (czyli 0,3 grosza) na każdym euro. W danej chwili rynkowy kurs wymiany EUR/PLN kształtuje się na poziomie 4,1220/4,1225, a to oznacza, iż bank powinien kwotować 4,1210/4,1240 – czyli dodając 10–15 *pips* własnej marży do każdej ze stron oferty.

Przedsiębiorca A, dzwoniąc do dealera od razu odkrywa swoje karty i pyta dealera: „Po jakim kursie mogę sprzedać 100 000 euro?”. Dealer może wtedy wykorzystać nieostrożność przedsiębiorcy i powiedzieć: „Może Pan/Pani sprzedać 100 000 euro po kursie 4,1200”. Przedsiębiorca może jeszcze dopytać: „A jaki jest kurs sprzedaży?”. Na co dealer (będąc pewnym, iż klient nie kupi euro) poda mu cenę 4,1230. W ten sposób dealer określił klientowi koszt transakcyjny wynoszący 30 *pips* – czyli tyle, ile było ustalone w umowie. Tyle tylko, że chcąc skorzystać z tej oferty Przedsiębiorca A z wymiany 100 000 euro otrzyma 412 000 złotych, zamiast 412 100 złotych.

Przykład 7

Przedsiębiorca B, dzwoniąc do dealera walutowego w tym samym banku wypowiada sakramentalne: „Proszę zakwotować EUR/PLN dla nominalu 100 000 euro”. Dealer nie wie teraz, czy klient będzie chciał od niego kupić wspomniane 100 000 euro, czy też zechce sprzedać 100 000 euro. Nie chcąc ryzykować, poda cenę 4,1210/4,1240.

Przedsiębiorca B przyjmuje ofertę banku i sprzedaje 100 000 euro po kursie 4,1210, uzyskując z ten sposób 412 100 złotych – czyli 100 złotych więcej niż Przedsiębiorca A.

Gdyby dealer podał cenę 4,1200/4,1230 (zamiast 4,1210/4,1240), ryzykowałby tym, że klient mógłby kupić walutę po zaniżonej cenie. Bank wykonałby transakcję z zerową marżą (a może nawet z marżą ujemną) na transakcji.

Z powyższego przykładu wynika, iż negocjacje dotyczące kosztów transakcyjnych mogą nie być wystarczające. Aby zminimalizować efektywne koszty transakcyjne, należy dodatkowo umiejętnie prowadzić rozmowę z dealerem.

Celowo o tym wspominam, gdyż minimalizacja kosztów transakcyjnych jest warunkiem koniecznym do efektywnego zarządzania ryzykiem z użyciem instrumentów finansowych takich jak *forward*, *futures* czy też opcje walutowe¹. Jeśli przedsiębiorca będzie prawidłowo dokonywać transakcji wymiany natychmiastowej, to nauczy się również prawidłowo zawierać transakcje terminowej wymiany waluty.

Wysokie koszty transakcyjne mogą bowiem sprawić, iż wszelkie strategie zabezpieczające ryzyko (opisane w dalszej części Poradnika) okażą się nieefektywne.

Należy pamiętać, iż zanim przedsiębiorca zacznie zarządzać ryzykiem kursu walutowego, powinien doprowadzić do obniżenia kosztów transakcyjnych do minimum.

Rynkowe stawki kosztów transakcyjnych wynoszą odpowiednio:

- ✓ dla transakcji wymiany natychmiastowej lub transakcji wymiany Spot – **30 pips**,
- ✓ dla transakcji wymiany terminowej Forward lub Futures – **30 pips**,
- ✓ dla transakcji kupna/sprzedaży opcji walutowych – **od 30 pips do 150 pips**.

Kiedy dochodzi do zawarcia transakcji? Do zawarcia transakcji dochodzi wtedy, gdy dealer zakwotuje kurs, przedsiębiorca powie „kupuję” lub „sprzedaję”, określając kwotę oraz walutę, a dealer potwierdzi fakt wykonania transakcji po podanej wcześniej cenie.

Coraz więcej instytucji finansowych, zamiast zawierać transakcje walutowe z klientami za pośrednictwem telefonu, umożliwia zawieranie transakcji poprzez tak zwane Internetowe Platformy Handlu. Każda instytucja finansowa może mieć swój własny system i nie zawsze platformy różnych instytucji są do siebie podobne.

Na ekranie takiej aplikacji widzimy zmieniający się co chwilę kurs wymiany waluty – przy czym oczywiście jest to kurs dwustronny BID/ASK.

2. Czy warto zarządzać ryzykiem kursu walutowego?

Krach na rynkach finansowych zapoczątkowany w 2008 roku dał się odczuć niemal w każdej branży. Niestabilność finansowa objęła zasięgiem zarówno organy rządowe, instytucje finansowe, międzynarodowe korporacje poprzez lokalne przedsiębiorstwa, na konsumentach kończąc.

Wielu przedsiębiorców realizujących zagraniczne kontrakty handlowe poniosło dotkliwie straty z tytułu gwałtownie zmieniających się kursów walutowych. Eksporterzy i importerzy nie byli w stanie zaplanować wysokości przychodów oraz kosztów wyrażonych w walutach obcych i przeliczonych na złote. Nie byli wobec tego w stanie wyliczyć opłacalności realizowanych kontraktów handlowych, zamówień. Importer nie był w stanie określić, jaki będzie ostateczny koszt zamówionego za granicą towaru, produktu, usługi – czyli w chwili, gdy trzeba będzie w przyszłości zapłacić za wystawioną przez zagranicznego dostawcę fakturę. Eksporter nie był w stanie określić, jaki będzie finalny przychód ze zrealizowanej sprzedaży towaru, produktu, usługi po przewalutowaniu otrzymanej zapłaty od zagranicznego odbiorcy z waluty zagranicznej na złote.

Na pierwszym etapie kryzysu wiele kontraktów handlowych rozpoczętych przed kryzysem i kalkulowanych w okresie stabilnych notowań walut, w ostatecznym rozrachunku okazało się nierentownych. Koszty okazały się

¹ Szczegółowy opis wymienionych instrumentów, tj.: *forward*, *futures* oraz opcje walutowe zostanie przedstawiony w kolejnych rozdziałach, przy omawianiu metod i strategii zabezpieczania ryzyka kursowego dla konkretnych zdarzeń gospodarczych.

wyższe niż planowano, przychody zaś niższe od tych zawartych w biznesplanach. Jednym z głównych powodów poniesionych strat i realizowania ujemnej marży była niestabilność kursu walutowego.

Na drugim etapie kryzysu, gdy przedsiębiorcy dostrzegli ryzyko związane ze znaczną fluktuacją kursów walutowych, zaczęli kalkulować koszty zakupu z zagranicy oraz przychody ze sprzedaży za granicę z większym marginesem błędu. Przyjmowali wobec tego w swych kalkulacjach z jednej strony wyższe koszty zakupu przeliczone z waluty obcej na złote, z drugiej zaś strony przyjmując niższe przychody ze sprzedaży przeliczone z waluty obcej na złote. W ten sposób oferty składane przez importerów na rynku krajowym (dla krajowych odbiorców) oraz oferty składane przez eksporterów na rynku zagranicznym (dla zagranicznych odbiorców) stały się niekonkurencyjne w porównaniu z innymi ofertami składanymi przez ich konkurentów.

Przedsiębiorcy stanęli wtedy przed dylematem. Przyjąć bieżący poziom notowań walut w kalkulacji biznesplanu, dzięki czemu oferty składane do potencjalnych odbiorców towarów i usług będą konkurencyjne i tym samym wystawić się na większe ryzyko kursowe? Czy może jednak przyjąć gorsze przeliczniki kursów walut, złożyć oferty z większym buforem i tym samym narazić się na mniejsze ryzyko, lecz jednocześnie być mniej konkurencyjnym w porównaniu z innymi uczestnikami obrotu handlowego?

Prześledźmy konkretny przykład eksportera.

Przykład 8

Eksporter zakłada w biznesplanie, iż koszt wytworzenia w kraju (koszty wyrażone w złotych) partii towaru wynosi 400 000 złotych. Przyjmijmy, iż tak wyznaczone koszty stanowią koszty całkowite, czyli uwzględniające koszty transportu, ubezpieczenia, serwisu oraz wszelkie inne koszty stałe i zmienne przypisane do danej produkcji. Eksporter wie, że daną partię towaru może sprzedać za granicę po cenie 100 000 euro. Taka jest bowiem cena rynkowa oferowana przez innych oferentów. W chwili kalkulacji kosztów i przychodów kurs wymiany EUR/PLN wynosi 4,1000 złotego za każde euro. Gdyby eksporter zdecydował się zgłosić ofertę sprzedaży po cenie 100 000 euro, gdyby ta oferta została przyjęta przez zagranicznego odbiorcę i gdyby w dniu otrzymania zapłaty od zagranicznego odbiorcy eksporter mógł zamienić 100 000 euro na złote po kursie 4,1000 EUR/PLN, to eksporter uzyskałby marżę handlową wysokości 10 000 złotych (410 000 złotych przychodów – 400 000 złotych kosztów = 10 000 złotych marży handlowej).

Eksporter obawia się jednak, że w dniu, w którym otrzyma zapłatę od zagranicznego kontrahenta kurs EUR/PLN może być niższy niż kurs obecny. Eksporter znalazł bowiem informację (w prasie, w Internecie, w innych mediach), iż analitycy walutowi prognozują spadek kursu EUR/PLN do poziomu 3,9000. Eksporter przelicza, iż gdyby faktycznie kurs EUR/PLN spadł do poziomu 3,9000, to kontrakt handlowy zamiast zysku 10 000 złotych przyniósłby stratę w wysokości 10 000 złotych. Koszty byłyby bowiem wyższe o 10 000 złotych niż przychody – po zamianie 100 000 euro na złote po prognozowanym kursie 3,9000 EUR/PLN.

Eksporter chce jednak złożyć ofertę na sprzedaż swoich wyrobów. Zmienia cenę tak, aby przy założeniu kursu EUR/PLN = 3,9000 uzyskać 410 000 złotych przychodu ze sprzedaży.

Eksporter dzieli kwotę 410 000 złotych przez kurs 3,9000 EUR/PLN i otrzymuje kwotę wyrażoną w euro 105 128 euro. Taką też składa ofertę. Niestety konkurent złożył ofertę o wartości 101 000 euro i to jego oferta została wybrana przez zagranicznego odbiorcę. Eksporter, przegrywając kontrakt handlowy, nie uzyskał żadnego przychodu.

Eksporter zrażony tym niepowodzeniem postanawia, iż w kolejnej ofercie handlowej przyjmie przelicznik kursu EUR/PLN na wyższym poziomie. Dzięki temu cena wyrażona w euro będzie niższa i tym samym wzrośnie szansa wygrania kontraktu. Przyjęcie wyższego przelicznika kursowego sprawia jednak, iż eksporter będzie w większym stopniu narażony na ryzyko kursowe.

Przedsiębiorcy natrafiają na problemy związane z wahaniami kursów walut na różnych etapach prowadzenia biznesu, i tak:

1. Jak zaplanować przychody i koszty w planie rocznym, gdy pozycje te zostaną przeliczone według przyszłych nieznanych dziś kursów walut?
2. Jak ustalić budżet kosztów dla działu zamówień surowców, podzespołów, usług obcych tak, aby dział produkcji miał zapewnioną ciągłość dostaw?
3. Jakiego poziomu cen przyjąć w cennikach sprzedaży wyrobów własnych?
4. Kiedy składać zamówienia na surowiec, podzespoły, aby trafić na niski przelicznik kursu walutowego (niższe koszty wyrażone w PLN)?
5. Kiedy składać oferty sprzedaży wyrobów gotowych, aby trafić na wyższy kurs przewalutowania waluty zagranicznej na złote?
6. Kiedy wystawić fakturę dla zagranicznego odbiorcy?
7. Kiedy zamienić walutę zagraniczną na złotego?
8. Kiedy kupić walutę, aby zapłacić za fakturę dla zagranicznego dostawcy?

Problemów cała masa. Niewiadomych bez liku. Bez zarządzania ryzykiem kursowym nie da się prowadzić biznesu, w którym występują rozliczenia walutowe.

Można śmiało przyjąć tezę, iż coraz większa liczba przedsiębiorców zdecyduje się w przyszłości rozpocząć działania polegające do zarządzaniu ryzykiem kursowym. Te przedsiębiorstwa, które podejmą takie kroki jako pierwsze i będą zarządzać ryzykiem walutowym w sposób profesjonalny, odniosą przewagę nad całą resztą firm, które nie będą zarządzać ryzykiem.

Firmy zarządzające ryzykiem kursowym będą bowiem bardziej konkurencyjne na rynku. Będą składać oferty cenowe bliższe oczekiwaniom odbiorców i dostawców. Firmy takie będą realizować dodatnie marże handlowe niezależnie od tego, jak kształtować się będzie przyszły kurs walutowy. Dzięki temu będą lepiej postrzegane przez banki finansujące ich działalność (łatwiejszy dostęp do kredytów obrotowych i inwestycyjnych). Dostawcy, wierzyciele będą bardziej skłonni zaufać takim przedsiębiorstwom i udzielać kredytu kupieckiego na lepszych warunkach. To wszystko może sprawić, iż koszty działania firm zarządzających ryzykiem będą niższe niż w firmach, które nie będą zarządzać ryzykiem.

Zapewne w głowie czytelnika pojawia się teraz myśl, że przecież wiele firm upadło z powodu stosowania skomplikowanych instrumentów finansowych! Pisała o tym prasa. Mówiono o tym w telewizji. Przestrzegano przed „toksycznymi opcjami”. Czy nie stoi to w sprzeczności z tezami przedstawionymi w poprzednich akapitach?

Przyczyn upadków firm należy szukać w braku zrozumienia istoty działania zawieranych transakcji bądź przekształceniu transakcji zabezpieczających ryzyko w transakcje spekulacyjne.

Zamieszanie ostatnich lat wokół instrumentów pochodnych wyniknęło z faktu, że przedsiębiorcy zamiast kupować ubezpieczenia (na przykład pod postacią opcji walutowych) zaczęli je wystawiać – czyli ubezpieczać instytucje finansowe, otrzymując w zamian wynagrodzenie.

Aby prawidłowo zarządzać ryzykiem nie narażając swojej firmy na spekulację, należy odróżnić dwa zagadnienia:

**Ja ubezpieczam siebie – przenoszę ryzyko na bank
lub inną instytucję finansową – ponoszę tego koszt.**

Ja ubezpieczam kogoś – biorę ryzyko na siebie – mam z tego przychód.

Ubezpieczenie ryzyka kursu walutowego kosztuje! Tak jak każde ubezpieczenie majątkowe – na przykład auto-casco. Jeśli transakcje zabezpieczające przed ryzykiem traktujemy właśnie w ten sposób – czyli jako koszt składki ubezpieczeniowej, w zamian za przeniesienie ryzyka na instytucję sprzedającą tego typu polisy ubezpieczeniowe, to żadna katastrofa finansowa nie może nam się przytrafić.

Jeśli natomiast transakcje zabezpieczające przed ryzykiem traktujemy na zasadzie „transakcje takie muszą dać zysk”, to wtedy droga do bankructwa okaże się faktycznie krótka.

Należy więc pamiętać, iż transakcje zabezpieczające kosztują i nie powinny przynosić zysków. Trudno sobie wyobrazić, aby kierowca wykupujący ubezpieczenie auto-casco chciał na tym ubezpieczeniu zarobić. Trudno sobie wyobrazić, aby właściciel domu, wykupując ubezpieczenie przed piorunem, zalaniem wodą chciał na takim ubezpieczeniu zarobić. Wydaje się to być oczywiste, że jeśli żadna katastrofa się nie przytrafi, to ubezpieczony poniesie co prawda koszt ubezpieczenia (opłacona składka), ale w zamian za to będzie żyć spokojnie. Nikt nie rwie sobie włosów z głowy z powodu braku kradzieży samochodu, czy też braku spalenia domu i tym samym braku wypłaty odszkodowania, czyli utraty opłaconej składki ubezpieczeniowej. Oczekiwanie na realizowanie się szkody byłoby czymś absurdalnym.

Gdy jednak zwracamy się w kierunku ubezpieczeń finansowych – a do takich należy ubezpieczenie ryzyka kursu walutowego – oczekiwania ludzkie stają się całkowicie przeciwne. Osoba, która ubezpieczy się przed ryzykiem kursowym, wykupi stosowne ubezpieczenie, po czym okaże się, że nie dojdzie do realizacji negatywnego zdarzenia, przeklina dzień, w którym wykupiła „zbędne” ubezpieczenie i poniosła „niepotrzebny koszt”.

Być może przyczyną takiego braku zrozumienia jest fakt, iż ubezpieczenia majątkowe funkcjonują od wielu, wielu lat i są powszechnie uznawane jako te, które KOSZTUJĄ, mają swoją cenę, swoją wysokość składki. Natomiast ubezpieczenia finansowe nie są powszechnie stosowane przez większą część gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i tym samym nie są traktowane jako ubezpieczenia sensu stricto.

Problemy firm, które w nieprawidłowy sposób używały transakcji zabezpieczających ryzyko wynikały i wynikają właśnie z braku zrozumienia sensu działania ubezpieczenia, braku zrozumienia, iż za ubezpieczenie trzeba zapłacić, ponieść koszt ubezpieczenia. Wiele firm szukało i nadal szuka transakcji „zero-kosztowych”² – czyli takich które mają zabezpieczyć przed ryzykiem kursowym, ale które jednocześnie są bezpłatne. Ba! Wielu przedsiębiorców szukało i nadal szuka takich transakcji zabezpieczających ryzyko, które nie tylko nic nie kosztują, ale dodatkowo przynoszą przychód dla przedsiębiorcy. Jedni zawierali i zawierają tego typu transakcje nieświadomie (nieświadomi tego, iż są to transakcje spekulacyjne), inni zaś dokonują takich transakcji w sposób świadomy.

Efekt końcowy jest taki sam. Zwykle kończy się tragicznie.

Przyjmuje się, iż transakcjami zabezpieczającymi, które mogą wyrządzić przedsiębiorstwu większą szkodę niż pożytek są transakcje zero-kosztowe oraz transakcje przynoszące przychód. Transakcje kosztowe natomiast (czyli takie, które kosztują) to typowe transakcje ubezpieczające ryzyko, stosowanie których jest w pełni bezpieczne.

² Przykładową transakcją zero-kosztową jest transakcja forward.

3. Co to jest pozycja walutowa? Jaką pozycję walutową ma eksporter?

We wcześniejszych rozdziałach omówione zostały kwestie związane z istotą zarządzania ryzykiem kursu walutowego. Z podanych przykładów wynikało, iż eksporter ponosi ryzyko wtedy, gdy kurs waluty obcej spada w relacji do złotego (w której to walucie eksporter uzyskuje przychody).

Upraszczając – gdy kurs EUR/PLN rośnie przykładowo z poziomu 4,00 do poziomu 4,30, to eksporter uzyska więcej złotych ze sprzedaży takiego samego nominalu euro, czyli osiągnie korzyść, większy przychód.

Powyższe stwierdzenia są kwintesencją sensu zarządzania ryzykiem kursu walutowego.

Zarządzający ryzykiem kursowym powinien starać się nie dopuścić do sytuacji, w której eksporter uzyskuje mniej złotych ze sprzedaży waluty zagranicznej w kolejnych odcinkach czasu.

Pojawiają się kolejne pytanie: „Czy eksporter osiąga korzyść, jeśli w pierwszym odcinku czasu uzyska 400 000 złotych ze sprzedaży 100 000 euro, a w drugim odcinku czasu ze sprzedaży 100 000 euro uzyska 410 000 złotych? Czy sytuacja eksportera ulegnie polepszeniu w tym drugim odcinku czasu w porównaniu z pierwszym odcinkiem czasu?

Odpowiedzi są oczywiste i twierdzące: „Tak! Sytuacja eksportera ulegnie poprawie”

A teraz przekształćmy powyższe pytanie i zadajmy je w nieco innej formie: „Czy jeśli eksporter sprzeda walutę w pierwszym miesiącu po kursie 4,00 EUR/PLN, sprzedając 100 000 euro i uzyskując 400 000 złotych, a w drugim miesiącu sprzeda 100 000 euro po kursie 4,10 EUR/PLN, czyli uzyskując 410 000 złotych, to czy eksporter poniósł stratę? Czy jeśli przykładowo w styczniu z wymiany waluty o nominalie 100 000 euro uzyska 10 000 złotych mniej, niż w lutym, gdy za taką samą fakturę o nominalie 100 000 euro, uzyska 10 000 złotych więcej?

Sądzę, a nawet jestem tego pewien, iż spora część przedsiębiorców czytających ten Poradnik udzieli odpowiedzi: „Eksporter poniósł stratę, gdyż gdyby poczekał do lutego i zamienił euro z obydwu faktur sprzedażowych według kursu, jaki był w lutym, to uzyskałby 10 000 złotych więcej, niż w sytuacji, gdy dokonał wymiany waluty w styczniu i lutym”.

Czy tak opisane przypadki są w istocie stratą dla przedsiębiorców czy może jednak zyskiem? Być może nie przekonam wszystkich, a może nawet nie przekonam nikogo ... Matematyka jednak podpowiada nam, iż jeśli kurs waluty w kolejnym miesiącu wzrósł, to eksporter (niezależnie od tego, po jakim kursie sprzedał walutę miesiąc wcześniej) uzyska korzyść! Z nowej porcji waluty (z takiej samej porcji waluty) uzyska bowiem więcej złotych.

Życzę wszystkim eksporterom, aby kurs walut zagranicznych cały czas rósł – będą oni z miesiąca na miesiąc uzyskiwać coraz więcej złotych ze sprzedaży tego samego nominalu waluty.

Możemy postawić następującą tezę:

**Eksporterowi polepsza się biznes, gdy kurs euro (lub dolarów, lub funtów itp.)
rośnie w relacji do złotego.**

4. Długa pozycja walutowa – sytuacja niezabezpieczonego eksportera

Pamiętamy, iż eksporter zarabia, gdy kurs waluty rośnie. Traci zaś, gdy kurs waluty spada. Eksporter ma więc taką samą pozycję walutową, jak inwestor, który kupił walutę. Obydwaj mają długą pozycję walutową. Przy czym inwestor otworzy długą pozycję walutową w chwili, gdy kupi walutę zagraniczną. Natomiast eksporter otwiera długą pozycję walutową w chwili, gdy przyjmuje zamówienie od zagranicznego odbiorcy jego towarów i usług. Jeśli eksporter cały czas przyjmuje zamówienia składane przez zagranicznych odbiorców, to jest to równoznaczne z ciągłym otwieraniem długiej pozycji walutowej.

Inwestor zamyka długą pozycję walutową w chwili, gdy dokona odsprzedaży zakupionej wcześniej waluty. Eksporter natomiast zamyka długą pozycję walutową w chwili, gdy zamienia walutę zagraniczną na złote.

Inwestor po zakupie waluty narażony jest na ryzyko spadku kursu waluty. Eksporter narażony jest na ryzyko spadku kursu waluty od chwili przyjęcia do realizacji zamówienia złożonego przez zagranicznego odbiorcę.

Gdy inwestor odsprzeda walutę, ryzyko zanika. Przy czym waluta ta może być sprzedana albo ze stratą albo z zyskiem, albo też po takim samym kursie, po jakim została kupiona. Niemniej jednak po odsprzedaniu waluty zysk przestaje rosnąć (jeśli był) i mamy do czynienia z realizacją zysku lub też strata przestaje narastać (jeśli była) i mamy do czynienia ze zrealizowaniem straty.

Podobnie rzecz się ma z eksporterem. Gdy eksporter sprzedaje walutę, ryzyko zanika. Przy czym waluta może być sprzedana albo ze stratą, albo z zyskiem, albo też bez zysku i straty (neutralnie). Niemniej jednak po sprzedaniu waluty przez eksportera zysk przestaje rosnąć – realizacja zysku lub też strata przestaje narastać – realizacja straty.

Warte podkreślenia jest to, że inwestor, który otworzył długą pozycję walutową, która następnie przynosi mu stratę, może czekać cierpliwie na zmianę trendu – czasami inwestor taki może czekać nawet kilka lat (vide: gospodarstwa domowe, które mają obecnie stratę na kredytach hipotecznych wyrażonych we franku szwajcarskim). Można śmiało powiedzieć, iż inwestor jest w znacznie bardziej komfortowej sytuacji niż eksporter. Nikt nie zmusza inwestora do otwarcia pozycji walutowej. Inwestor robi to tylko wtedy, gdy ma bardzo silne przeświadczenia, iż dana sytuacja i danym moment jest odpowiedni do podjęcia ryzyka i rozpoczęcia gry na spadek lub wzrost kursu waluty. Trudniej też jest inwestora zmusić do zamknięcia pozycji walutowej (z wyjątkiem zdarzeń losowych opisanych wcześniej).

Eksporter nie może sobie pozwolić na zaprzestanie eksportu. Wymaga tego bowiem ciągłość działalności gospodarczej. Raz zatrzymaną maszynę trudno później ponownie uruchomić. Raz utracone rynki zbytu trudno później odzyskać. Sytuacja eksportera jest więc o wiele mniej komfortowa niż inwestora, który świadomie otwiera długą (gra na wzrost) lub krótką (gra na spadek) pozycję walutową.

W przypadku inwestora łatwo jest określić poziom graniczny kursu walutowego, który z zysku przechodzi w stratę i na odwrót – ze straty w zysk. Kursem tym jest kurs NABYCIA waluty. W przypadku eksportera określenie kursu granicznego, dla którego zysk przechodzi w stratę i na odwrót ze straty przechodzi w zysk, jest trudniejsze.

Istnieje wiele szkół i wyznań, określających kurs, od którego eksporter ponosi stratę.

Jedni wyznają zasadę, iż strata pojawia się wtedy, gdy kurs waluty spada poniżej poziomu, przy jakim nastąpił wpływ waluty na rachunek eksportera – jest to odmiana ryzyka księgowego w ujęciu memoriałowym.

Inni wyznają zasadę, że strata pojawia się wtedy, gdy kurs waluty spada poniżej poziomu przy jakim eksporter wystawił fakturę – to również odmiana ryzyka księgowego w ujęciu memoriałowym.

Jeszcze inni natomiast wyznają zasadę, iż strata pojawia się wtedy, gdy kurs spada poniżej poziomu, przy którym była kalkulowana i składana przez eksportera oferta sprzedaży dla obiorcy zagranicznego – jest to ryzyko ekonomiczne w ujęciu kasowym.

Autor Poradnika wyznają tę ostatnią zasadę, czyli że strata pojawia się wtedy, gdy kurs bieżący spada poniżej poziomu przyjętego w kalkulacji przez eksportera w chwili zakładania oferty sprzedaży dla zagranicznego odbiorcy.

Wracając do określenia momentu powstawania ryzyka (momentu pojawienia się pozycji walutowej) – gdyby eksporter uzyskał zapłatę z góry od zagranicznego odbiorcy w chwili składania zamówienia i gdyby otrzymaną walutę natychmiast zamienił na złote, to eksporter nie poniósłby straty. Nie byłby narażony na ryzyko spadku kursu waluty. Eksporter taki zrealizowałby w pełni założoną przez siebie marżę handlową. Zmieniający się kurs waluty nie miałby żadnego znaczenia.

No dobrze, ale przecież otrzymanie zapłaty za towar/usługę już w chwili ustalenia parametrów kontraktu handlowego (czyli tak zwana zapłata z góry, zapłata zaliczkowa itp.) nie jest codziennością. Zdecydowana większość płatności dokonywana jest po wystawieniu faktury i po upływie określonego w tej fakturze czasu.

Okazuje się, że zagraniczny odbiorca wcale nie musi płacić z góry za towar i usługę, aby eksporter mógł wyeliminować ryzyko spadku kursu waluty. Wystarczy bowiem, aby eksporter w chwili podpisania kontraktu handlowego dokonał stosownego ubezpieczenia ryzyka – dokładnie w tej samej chwili. Zawarcie transakcji zabezpieczającej jest bowiem tym samym, co WYŁĄCZENIE RYZYKA, czyli zamknięcie długiej pozycji walutowej.

Podsumowując wszystkie powyższe rozważania, możemy uznać, że:

1. Niezabezpieczony eksporter ma długą pozycję walutową,
2. Ryzyko eksportera pojawia się w chwili, gdy eksporter składa ofertę sprzedaży towarów i usług na rzecz zagranicznego odbiorcy i gdy ta oferta zostanie przez zagranicznego odbiorcę zaakceptowana – otwiera się wtedy długa pozycja walutowa.
3. Ryzyko eksportera znika w chwili, gdy zamknie od długą pozycję walutową, czyli gdy:
 - a) eksporter sprzeda walutę uzyskaną z zapłaty od zagranicznego odbiorcy lub
 - b) ubezpieczy ryzyko kursu walutowego w chwili zaakceptowania przez zagranicznego odbiorcę jego oferty sprzedażowej
4. Eksporter, który zamknie długą pozycję walutową poprzez (a) lub poprzez (b) zrealizuje zysk lub stratę z długiej pozycji walutowej,
5. Po zamknięciu długiej pozycji walutowej zysk lub strata kursowa dla danego kontraktu handlowego nie będzie już ulegała zmianie. Strata nie będzie narastać lub zysk przestanie rosnąć.
6. Jeśli eksporter sprzeda walutę z pierwszego kontraktu handlowego po kursie niższym (na przykład po kursie 4,10 EUR/PLN), a miesiąc później sprzeda walutę z drugiego kontraktu handlowego po kursie wyższym (na przykład po kursie 4,30 EUR/PLN), to eksporter taki osiągnie korzyść. Z drugiego kontraktu handlowego będzie miał większy przychód w złotych przy tej samej cenie wyrażonej w euro.
7. Jeśli eksporter zabezpieczy ryzyko kursowe z pierwszego kontraktu w chwili podpisania zamówienia ze strony zagranicznego odbiorcy, a następnie kurs waluty wzrośnie, to eksporter osiągnie korzyść, gdyż kolejne zamówienie zgłaszane przez zagranicznego odbiorcę będzie mógł zabezpieczyć przed ryzykiem, uzyskując wyższy niż poprzednio kurs wymiany, czyli więcej złotych z tej samej ilości euro.
8. Jeśli eksporter zabezpieczy ryzyko kursowe z pierwszego kontraktu w chwili podpisania zamówienia ze strony zagranicznego odbiorcy, a następnie kurs waluty spadnie, to eksporter będzie w niekorzystnej sytuacji, gdyż kolejne zamówienie zgłaszane przez zagranicznego odbiorcę będzie mógł zabezpieczyć przed ryzykiem, uzyskując niższy niż poprzednio kurs wymiany, czyli mniej złotych z tej samej ilości euro.

Wydawać by się mogło, że wszystkie powyższe stwierdzenia są oczywistością. Praktyka życiowa wskazuje jednak, iż odczucia eksporterów i importerów są dokładnie przeciwne.

Mianowicie – gdy eksporter ubezpieczy ryzyko kursowe przed spadkiem kursu waluty, a kurs waluty w kolejnych okresach wzrośnie, eksporter czuje dyskomfort psychiczny, mimo iż jego sytuacja ekonomiczna ulegnie przecież poprawie. Podobnie, gdy importer ubezpieczy ryzyko kursowe przed wzrostem kursu waluty, a kurs waluty w kolejnych okresach spadnie, importer czuje dyskomfort psychiczny, mimo iż jego sytuacja ekonomiczna ulegnie przecież poprawie.

Co jest powodem takiego dyskomfortu psychicznego? Najczęściej powodem tego jest chciwość (czyli element jakościowy) oraz brak znajomości matematyki (czyli element ilościowy).

Chciwość wynika z faktu, iż często odczuwamy większy żal z powodu przegapienia wygranej niż z powodu poniesienia straty.

5. Rodzaje zleceń kupna/sprzedaży – jako narzędzia służące do zarządzania ryzykiem kursu walutowego

Zanim omówię instrumenty finansowe, dzięki którym eksporterzy mogą zarządzać ryzykiem kursowym, zachęcam do zapoznania się z rodzajami zleceń kupna i sprzedaży. Umiejętne korzystanie z takich zleceń jest bowiem nieodłącznym elementem całego procesu zarządzania ryzykiem. Nie wystarczy wiedzieć, jakich instrumentów finansowych używać. Trzeba jeszcze wiedzieć, jak takie instrumenty nabywać i zbywać.

Jeśli przedsiębiorca nauczy się poprawnie wykorzystywać dostępne rodzaje zleceń kupna i sprzedaży waluty, to nauczy się również wykorzystywać te same zlecenia do kupna i sprzedaży instrumentów ubezpieczających ryzyko kursowe.

W praktyce, instytucje finansowe oferują możliwość składania następujących rodzajów zleceń:

1. Zlecenie po kursie rynkowym (PKR)
2. Zlecenie z limitem kursu (LIMIT)
3. Zlecenie obronne (STOP)
4. Zlecenie obronne (trailing-STOP)
5. Zlecenie OCO (one-cancel-other)
6. Zlecenie warunkowe

Szczególnie przydatne dla przedsiębiorców są zlecenia od numeru 2 do numeru 6. Dzięki nim proces zarządzania ryzykiem kursowym jest bardziej efektywny.

6. Zakup i sprzedaż waluty na termin – czyli czym jest forward i futures walutowy oraz w jakim celu dokonuje się takich transakcji?

W poprzednich rozdziałach przedstawiony został przykład, w którym eksporter otrzymuje zamówienie zagranicznego odbiorcy. W chwili, gdy takie zamówienie wpływa do eksportera, kurs wymiany euro na złote jest wysoki. Eksporter chętnie zamieniłby euro na złote po takim wysokim kursie. Niestety zanim eksporter wyśle towar za granicę, zanim wystawi fakturę dla zagranicznego płatnika, zanim otrzyma zapłatę i będzie dysponować otrzymaną walutą, kurs EUR/PLN może ulec obniżeniu. Jeśli eksporter nie chce ryzykować utraty marży handlowej, którą kalkulował w chwili podpisania umowy handlowej z zagranicznym odbiorcą i jeśli chciałby sprzedać

euro po kursie, jaki widzi na ekranie komputera w chwili przyjmowania zamówienia z zagranicy, wystarczy aby zawarł transakcję **FORWARD** w banku lub **FUTURES** na giełdzie i u brokera walutowego.

Na czym polega transakcja FORWARD i FUTURES?

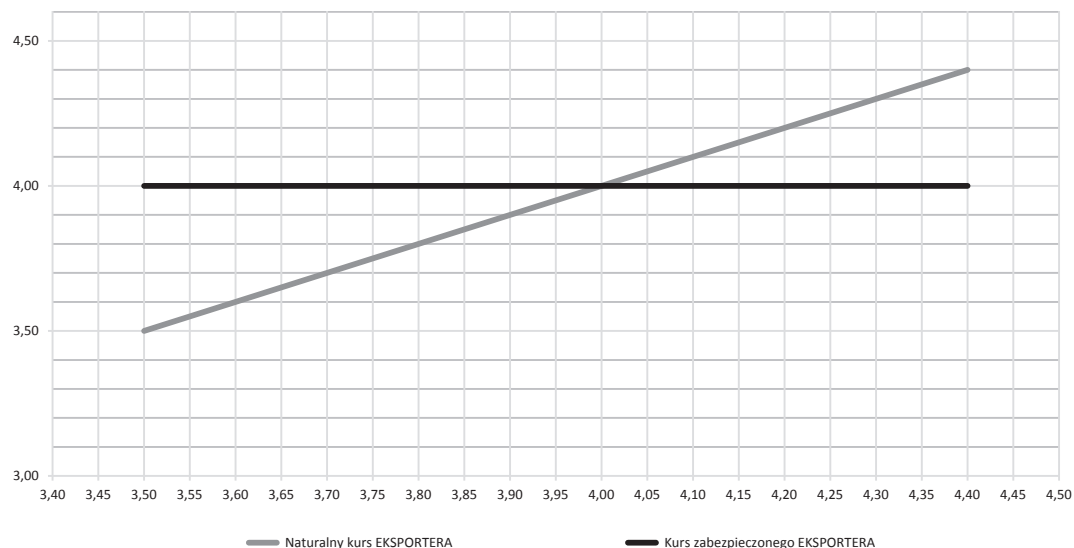
Kontrakt terminowy forward jest instrumentem bankowym, niewystandaryzowanym, który pozwala dokonać transakcji wymiany (kupna bądź sprzedaży) waluty w przyszłości po z góry określonym kursie. Instrument ten charakteryzuje się symetrycznymi prawami i obowiązkami dla nabywcy oraz sprzedającego.

Przykładowo przedsiębiorstwo, które wie, że za 3 miesiące będzie musiało sprzedać walutę obcą np. euro, już dzisiaj może zawrzeć kontrakt forward na sprzedaż waluty. Jeśli dzisiaj kurs spot EUR/PLN wynosi 4,1220, to przedsiębiorstwo może zobowiązać się do sprzedaży waluty po 3 miesiącach poprzez zawarcie kontraktu forward po kursie 4,1700. Różnicę 4,80 groszy stanowią tak zwane punkty terminowe (inna nazwa to punkty swapowe) za okres 3 miesięcy. Ich wielkość ulega zmianie w czasie i jest uzależniona od różnic w oprocentowaniu podstawowych stóp procentowych. Analogicznie przedsiębiorstwo może zobowiązać się do zakupu waluty za 3 miesiące po kursie 4,1730. Punkty terminowe wyznaczające kurs terminowy EUR/PLN są zawsze dodawane do aktualnego kursu³, w związku z czym przyjąć można, że to eksporterzy netto znajdują się w lepszej sytuacji pod względem ryzyka walutowego.

Kontrakt terminowy futures działa w analogiczny sposób do kontraktu forward, z tą różnicą, iż jest to instrument giełdowy oraz wystandaryzowany. W celu jego zawarcia konieczne jest złożenie **depozytu zabezpieczającego** u brokera. W przypadku kontraktu forward transakcje dokonywane są w oparciu o przyznany przez bank **limit skarbowy** (inna nazwa to limit kredytowy). Zasada działania limitu skarbowego oraz depozytu zabezpieczającego zostanie przedstawiona w kolejnym rozdziale.

Poniższy wykres przedstawia efektywny kurs sprzedaży (eksporter) waluty z zastosowaniem transakcji forward lub futures.

Schemat 1. Efektywny kurs wymiany EUR/PLN dla eksportera z zastosowaniem transakcji forward lub futures



³ Z uwagi na fakt, iż obecna (koniec 2012 roku) stopa procentowa w Polsce jest wyższa niż w Eurolandzie, waluta zagraniczna jest na termin notowana z dodatnimi punktami swapowymi.

W analogiczny sposób wyznacza się efektywny kurs zakupu waluty przez importera.

I tak w istocie jest. Kurs, po jakim eksporter sprzeda forward jest tym samym kursem, po jakim forward kupi importer. Kursy te będą się jedynie różnić kosztami transakcyjnymi (spreadem) ponoszonymi na rzecz pośrednika (banku lub brokera).

Linia pozioma na przedstawionych wykresach wskazuje, jaki będzie kurs efektywny wymiany waluty w zależności od przyszłego poziomu notowań waluty na rynku spot. Jest to kurs, jaki uzyska zabezpieczony przed ryzykiem importer i eksporter.

Jak widzimy, niezależnie od tego, jaki w przyszłości będzie kurs rynkowy EUR/PLN, eksporter zawsze uzyska kurs 4,0000 złote za każde euro, natomiast importer zapłaci 4,0000 złote za każde euro. Importer i eksporter, który zawrze transakcje forward lub futures wie dokładnie, jaki będzie ich kurs wymiany waluty w przyszłości. Znika więc niepewność i tym samym znika ryzyko kursowe.

Linia ukośna natomiast – określa kurs, jaki uzyska importer i eksporter, jeśli nie zabezpieczą ryzyka kursowego za pomocą transakcji forward lub futures.

Jak łatwo zauważyć bez zawartej transakcji forward lub futures, importer oraz eksporter nie wiedzą, po jakim kursie w przyszłości dokonają wymiany waluty. Występuje więc niepewność, czyli ryzyko kursowe.

Transakcje forward oraz futures są transakcjami wymiany jednej waluty na drugą, przy czym do fizycznej zamiany walut na rachunkach stron transakcji dojdzie dopiero w przyszłości – w ściśle określonej dacie – tak zwanej **dacie waluty**.

Porównajmy:

- ✓ **Transakcja natychmiastowej wymiany waluty** – strony transakcji wymieniają się walutami natychmiast po zawarciu transakcji (po ustaleniu kursu wymiany).
- ✓ **Transakcja wymiany Spot** – strony transakcji wymieniają się walutami dwa dni robocze po zawarciu transakcji (po ustaleniu kursu wymiany).
- ✓ **Transakcja wymiany forward lub futures** – strony transakcji wymieniają się walutami w dowolnym terminie w przyszłości (po ustalonym kursie wymiany).

Oznacza to, iż jeśli dwie strony transakcji (na przykład bank i Przedsiębiorca) ustalą kurs wymiany EUR/PLN, ale zaznaczą, że fizyczna zamiana jednej waluty na drugą ma nastąpić trzy miesiące później (trzy miesiące od dnia zawarcia transakcji, czyli od chwili ustalenia kursu wymiany), to mamy do czynienia z transakcją **forward** – czyli z zamianą waluty na termin (zakupem waluty na termin lub sprzedażą waluty na termin).

Na wysokość kursu terminowego forward wpływają dwa czynniki:

1. Kurs spot w chwili zawierania transakcji,
2. Wysokość punktów swapowych w chwili zawierania transakcji.

Institucje finansowe posługują się tak zwanymi **punktami swapowymi**, które są publikowane przez serwisy informacyjne typu Reuters i Bloomberg. Znając rynkową wartość punktów SWAP oraz znając bieżący poziom notowań wymiany euro na złote w transakcji kasowej, możemy łatwo wyznaczyć bieżący kurs forward. Wystarczy do kursu bieżącego EUR/PLN dodać odpowiednią wartość punktów SWAP.

Punkty SWAP stanowią różnicę pomiędzy kursem terminowym forward a kursem bieżącej wymiany.

Przykład 9

Kurs bieżący wymiany euro na złote wynosi 4,1220. Kurs 3-miesięcznego forwardu EUR/PLN wynosi 4,1700. Podstawiając do wzoru na wyliczenie wysokości punktów SWAP, otrzymujemy $4,1700 - 4,1220 = 0,0480$. Mnożąc otrzymaną wartość przez 10 000, mamy ostatecznie 480 punktów SWAP.

Przykład 10

Kurs bieżący wymiany euro na złote wynosi 4,1220. Serwisy informacyjne Reuters i Bloomberg informują, iż 90-dniowe punkty SWAP dla pary walutowej EUR/PLN wynoszą w danej chwili 480 punktów. Oznacza to, iż kurs 3-miesięcznego forwardu powinien mieć wartość 4,1700 EUR/PLN.

Wysokość punktów Swap uzależniona jest od wysokości stóp procentowych waluty bazowej i kwotowanej, a więc:

- ✓ jeżeli waluta bazowa ma wyższą stopę procentową niż waluta kwotowana⁴, to kurs terminowy forward jest niższy niż kurs bieżący natychmiastowej wymiany waluty,
- ✓ jeżeli natomiast waluta bazowa ma niższą stopę procentową niż waluta kwotowana⁵, to kurs terminowy forward jest wyższy niż kurs bieżący natychmiastowej wymiany waluty.

Tabela 1. Przykładowe rynkowe kursy terminowe forward na zakup i sprzedaż euro dla różnych terminów fizycznej wymiany waluty. Założenie: bieżący kurs wymiany natychmiastowej EUR/PLN = 4,1220/4,1225

	BID	ASK
Kurs bieżący	4,1220	4,1225
1-miesięczny forward	4,1390	4,1398
3-miesięczny forward	4,1700	4,1712
6-miesięczny forward	4,2069	4,2101
9-miesięczny forward	4,2436	4,2483
12-miesięczny forward	4,2783	4,2832

W powyższej tabeli przedstawiono przykładowe kursy forward dla pary EUR/PLN dla różnych terminów fizycznej wymiany waluty. Kursy terminowe forward zostały wyliczone w ten sposób, iż do kursu BID Spot (4,1220) dodano wartości BID dla punktów swapowych – otrzymując kurs BID forwardu. Analogicznie do kursu ASK spot (4,1225) dodano wartość ASK punktów swapowych – otrzymując kurs ASK forwardu. Podane wartości są wartościami rynkowymi, niezawierającymi marży banku.

Warto zwrócić uwagę, iż im dalszy termin fizycznej dostawy waluty ustalony w ramach transakcji forward/futures, tym wyższy kurs takiego instrumentu. W takiej sytuacji mamy do czynienia z tak zwaną **rosnącą krzywą terminową**. Każdy kolejny forward/futures wygasający o miesiąc później ma wyższy kurs realizacji.

⁴ Z sytuacją taką mieliśmy do czynienia dla kursu USD/PLN w 2007 roku, kiedy to stopy procentowe w USA dla dolara amerykańskiego były wyższe niż stopy procentowe w Polsce dla złotego,

⁵ Z taką sytuacją mamy do czynienia obecnie zarówno dla kursu EUR/PLN jak też USD/PLN, gdyż stopy procentowe dla euro i dla dolara są niższe niż stopy procentowe dla złotego.

W praktyce eksporterzy nie wyciszają samodzielnie wysokości punktów swapowych. Wystarczy bowiem zapoznać się z bieżącymi obowiązującymi na rynku stawkami tych punktów, zaglądnąc do informacji publikowanych przez systemy informacyjne Reuters lub Bloomberg. Można też zapoznać się z bieżącymi giełdowymi notowaniami kontraktów futures. Jeśli importer lub eksporter nie ma dostępu do systemów informacyjnych Reuters lub Bloomberg, a chciałby mieć pewność, iż transakcje forward, jakie zawiera ze swoim bankiem, zawierane są według rynkowych kursów spot oraz rynkowych stawek punktów swapowych, powinien zawierać transakcję na giełdowe daty waluty – czyli forwardy powinny mieć terminy realizacji przypadające na **trzecią środę marca, czerwca, września i grudnia**. Dostęp do notowań giełdowych jest bowiem bezpłatny (w odróżnieniu od płatnego korzystania z serwisów informacyjnych Reuters i Bloomberg), dzięki czemu importerzy i eksporterzy mogą w łatwy, tani i wygodny sposób porównywać rynkowe notowania futures z kursem forward oferowanym przez bank.

Obserwowanie zmieniających się notowań punktów swapowych jest bardzo istotne dla tych eksporterów, którzy chcą przyspieszyć lub wydłużyć w czasie termin fizycznej wymiany waluty. Bardzo często zdarza się sytuacja, gdy przedsiębiorca musi skorzystać z takiej zmiany terminu rozliczenia.

Praktyka wskazuje, iż eksporterzy wykonujący tego typu transakcje w bankach zwykle ponoszą znacznie wyższe koszty transakcyjne na pojedynczej transakcji niż rynkowy koszt transakcyjny wynoszący 20 pips/transakcję. Czasami zdarza się, że marża banku stanowi 2–3 grosze. Przy tak wysokich marżach banku zarządzanie ryzykiem traci cały swój urok.

Teraz już widzimy, jak ważne jest ograniczenie kosztu transakcyjnego (marży banku) dla każdej pojedynczej transakcji. Gdy w toku procesu zarządzania ryzykiem transakcji takich wykona się wiele, to łączne koszty transakcyjne mogą okazać się wyższe niż korzyść wynikająca z ubezpieczenia ryzyka!

Ważną informacją jest to, iż transakcja forward może być transakcją ryzykowną, gdyż zawierając taką transakcję przedsiębiorca zobowiązuje się do sprzedania waluty w przyszłości.

Dlatego forwardy powinny być stosowane tylko wtedy gdy:

- ✓ mamy wysoką pewność, iż zagraniczny kontrahent zapłaci na czas,
- ✓ mamy wysoką pewność, iż zagraniczny kontrahent w ogóle zapłaci,
- ✓ **spodziewany termin zapłaty od zagranicznego kontrahenta nie jest odległy.**

Szczególnie istotne znaczenie ma trzeci z wymienionych warunków!

Wyobraźmy sobie sytuację, gdy eksporter zawiera transakcję forward na okres 2 lat, gdyż kontrakt handlowy, jaki podpisał z zagranicznym odbiorcą będzie trwał właśnie przez okres 2 lat. Wyobraźmy sobie teraz, że zagraniczny kontrahent nie płaci na czas, a kurs EUR/PLN zamiast o 8 groszy (jak podano w poprzednim przykładzie), rośnie o 90 groszy! Wtedy to strata na nierozliczonym fizycznie forwardzie wyniesie niemal 100 000 złotych. A jeśli jeszcze dodatkowo nominal forwardu będzie 10 razy większy, to i straty mogą sięgać milionów złotych.

Należy więc zachować szczególną ostrożność przy zawieraniu transakcji forward lub futures na odległe terminy realizacji.

W przypadku odległych terminów realizacji wymiany waluty oraz w przypadku, gdy nie mamy pewności, czy do wymiany waluty w ogóle dojdzie w przyszłości, lepszą metodą ubezpieczenia ryzyka kursowego jest stosowanie **opcji walutowych**, które są instrumentem znacznie bezpieczniejszym niż transakcje forward i futures.

Opcje walutowe zostaną szczegółowo omówione w dalszych rozdziałach Poradnika.

Powyższe przykłady wyraźnie nam wskazują, iż ważne jest nie tylko prawidłowe zawarcie transakcji forward, przypilnowanie kosztów transakcyjnych, właściwe złożenie zlecenia do dealera, ale również prawidłowe **WYKORZYSTANIE** posiadanego instrumentu zabezpieczającego ryzyko. Nieumiejętne wykorzystanie posiadanego

ubezpieczenia ryzyka może bowiem narazić przedsiębiorcę na niepotrzebne dodatkowe koszty transakcyjne, a nawet na straty finansowe.

Na zakończenie tego rozdziału dopowiem, iż zasada zawierania transakcji forward i futures jest taka sama, jak zasada zawierania transakcji kupna/sprzedaży waluty na rynku bieżącym.

Składając zlecenie kupna/sprzedaży forwardu do dealera, należy przestrzegać tych samych zasad, co przy składaniu zlecenia kupna/sprzedaży waluty w transakcji bieżącej wymiany.

Nie należy informować dealera o swoim zamiarze (zamiar kupna lub zamiar sprzedaży forwardu), zanim dealer nie zakwotuje dwustronnie kursu – podając kurs BID i kurs ASK dla wybranego kontraktu forward.

Prawidłowo wygłoszona formuła zapytania o cenę często pozwala zaoszczędzić sporo na kosztach transakcyjnych.

Przy zakupie i sprzedaży kontraktów terminowych forward i futures możemy stosować taką samą listę zleceń (PKR, LIMIT, STOP, OCO, itp.) jak lista zleceń dla transakcji zakupu i sprzedaży waluty na rynku bieżącym.

Różnica pomiędzy zawieraniem transakcji zakupu waluty a transakcjami terminowymi polega na tym, iż w pierwszym przypadku musimy mieć pełną kwotę waluty na rachunku, aby móc ją wymienić na inną walutę po bieżącym kursie, natomiast w drugim przypadku transakcji dokonujemy nie mając pełnej kwoty waluty przeznaczonej do wymiany.

Z uwagi na fakt, iż przy transakcjach terminowej wymiany waluty, obydwie strony transakcji składają ZOBOWIĄZANIE do wykonania transakcji w dniu realizacji, instytucje finansowe realizujące tego typu operacje przyjęły dwa modele zabezpieczenia kredytowego – na wypadek niewywiązania się drugiej strony transakcji z obowiązku wymiany waluty. Transakcje terminowe wykonuje się więc w oparciu o:

- ✓ **przyznany limit skarbowy⁶ (limit kredytowy) lub**
- ✓ **złożony depozyt zabezpieczający (kaucja).**

Limitu skarbowego dla przedsiębiorcy zwykle udziela bank. Natomiast brokerzy walutowi wymagają od klientów gotówkowych depozytów zabezpieczających.

7. Jakie zdarzenia gospodarcze wywołują ryzyko kursu walutowego?

W poprzednich rozdziałach przedstawiono zasadę działania kontraktu forward i futures – czyli instrumentów pozwalających sprzedać walutę na termin przez eksportera lub też kupić walutę na termin przez importera. Transakcje takie pozwalają zneutralizować ryzyko kursowe, które występuje od chwili powstania takiego ryzyka do chwili fizycznej wymiany waluty.

O ile moment, w którym znika ryzyko kursowe można w miarę łatwo określić, o tyle ustalenie chwili, gdy takie ryzyko zaczyna się uaktywniać, może sprawiać większe kłopoty.

Zanim ustalimy, kiedy pojawiają się ryzyko kursu walutowego, musimy odpowiedzieć na pytanie: „Co powoduje, że ryzyko kursowe się pojawia?”. Gdy poznamy przyczynę powstawania ryzyka kursowego, dużo łatwiej będzie nam określić od kiedy do kiedy takie ryzyko występuje.

⁶ Zasadę działania limitu skarbowego oraz depozytu zabezpieczającego opisano w kolejnym rozdziale.

Ryzyko kursu walutowego generują ZDARZENIA GOSPODARCZE występujące w działalności przedsiębiorstwa, takie jak:

- ✓ wpływ waluty z tytułu zrealizowanej sprzedaży produktów i usług do krajowych odbiorców,
- ✓ wystawienie faktury walutowej na rzecz krajowego odbiorcy,
- ✓ wystawienie faktury walutowej na rzecz zagranicznego odbiorcy,
- ✓ przyjęcie zamówienia od odbiorcy towarów i usług, których cena jest wyrażona w walucie zagranicznej (przedsiębiorstwo w tym przypadku uzyska przychody wyrażone w walucie obcej),
- ✓ ustalenie planu finansowego, którego poszczególne pozycje (planowane koszty i planowane przychody) wyrażone są w walucie zagranicznej,
- ✓ przygotowanie biznesplanu projektu handlowego czy też projektu inwestycyjnego, którego pozycje (kosztowe i przychodowe) wyrażone są w walucie zagranicznej,
- ✓ określenie tak zwanego WALUTOWEGO KURSU BUDŻETOWEGO, czyli kursu, jaki został przyjęty w planach i założeniach – jako kurs przeliczający koszty i przychody walutowe na koszty i przychody wyrażone w złotych.

Oczami wyobraźni widzę w tym momencie protest ze strony czytelnika przejawiający się słowami: „Jak to! Planowanie generuje ryzyko?! Czyli jeśli nie będę planować, to ryzyka nie będzie?”.

Oczywiście ryzyko kursowe pojawi się niezależnie od tego, czy ktoś zaplanuje i w tych planach przyjmie określone założenia co do kształtowania się przyszłego kursu walutowego, czy też takiego planu mieć nie będzie. Gdy mamy plan, wiemy jakie czynniki ryzyka mogą nam przeszkodzić w realizacji tego planu. Ponosimy wtedy ryzyko w sposób świadomy. Mając świadomość takiego ryzyka, możemy sprawniej nim zarządzać tak, aby potencjalne niekorzystne zmiany kursów walut nie były dla nas bolesne.

Gdy nie mamy żadnego planu, wystawiamy się na ryzyko w sposób nieświadomy. Brak świadomości drżącego w ukryciu ryzyka kursowego jest jeszcze gorsze! Nie wiedząc, czym ryzykujemy, nie jesteśmy w stanie zarządzać ryzykiem i tym samym zdajemy się na łaskę i niełaskę losu.

Planowanie jest więc obarczone mniejszym ryzykiem niż brak planowania. Niemniej jednak ryzyko to wciąż występuje. Nie wystarczy zaplanować! Trzeba jeszcze taki plan ubezpieczyć przed ryzykiem tak, aby w razie realizowania się w przyszłości niekorzystnego scenariusza zmian kursów walutowych, przedsiębiorstwu udało się zrealizować założone cele!

Przyjęcie określonego planu finansowego, budżetowego czy też biznesplanu bez idącego za tym zarządzaniem ryzyka jest bowiem tak zwanym „**planowaniem życzeniowym**”.

Planowanie życzeniowe w swych założeniach bazuje na tym, iż przedsiębiorca może przewidzieć przyszłe zmiany kursów walut i to bez żadnej omyłki. Co się jednak dzieje, gdy prognozy zawodzą? Plan finansowy staje się wtedy nic niewartym plikiem zapisanych tabelkami kartek papieru. Gdy kursy walut zmieniają się nie tak, jak zaplanowano (zaprognozowano, przyjęto w założeniach budżetowych), przedsiębiorcy zmuszeni są do aktualizacji planu finansowego. Często wymusza to na nich redukcję kosztów, zmniejszenie stanu zatrudnienia, ograniczenie działalności gospodarczej. To czynniki mierzalne. Są jednak jeszcze czynniki niemierzalne, takie jak reputacja.

Przykład 11

Wyobraźmy sobie sytuację, w której przedsiębiorca ubiegający się o kredyt z banku przedstawia biznesplan przedsięwzięcia, w którym występować będą koszty i przychody walutowe. Przedsiębiorca przyjmuje w biznesplanie określone kursy walut, które potrzebne są do przeliczenia pozycji koszty-

wych i przychodowych na złote. Bank udzielający kredytu przyjmuje zaś założenie, iż przedsiębiorca poczynił odpowiednie kroki celem ubezpieczenia ryzyka kursowego, które będzie towarzyszyć w toku prowadzenia danego biznesu.

Mija pół roku i okazuje się, że przyjęte przez przedsiębiorcę kursy walut nijak się mają do rzeczywistości. Kursy te zmieniły się w kierunku dokładnie przeciwnym do oczekiwanego przez przedsiębiorcę. Koszty walutowe wzrosły bardziej niż planowano. Przychody walutowe natomiast zmniejszyły się!

Przedsiębiorca nie jest w stanie realizować dodatknych marż handlowych. Nie jest w stanie konkurować z innymi podmiotami gospodarczymi. Nie jest wobec tego w stanie regulować zobowiązań z tytułu zaciągniętego kredytu. Bank, widząc te zagrożenia, może podjąć decyzję o wypowiedzeniu umowy kredytu czy też wstrzymaniu dalszego finansowania.

Źle przyjęty plan, a raczej brak zarządzania ryzykiem tak przyjętego planu spowodował straty finansowe.

Widzimy więc, iż planowanie nie jest niczym złym. Złym jest brak zarządzania ryzykiem, które pozwoliło by realizować przyjęty plan bez względu na oczekiwane lub nieoczekiwane zmiany kursów walut w przyszłych okresach.

Z utratą reputacji, z wystawieniem się na pośmiewisko można mieć do czynienia w sytuacji, gdy zarząd spółki prawa handlowego składa zapewnienie dla właścicieli (akcjonariuszy, udziałowców) w postaci prognozy wyniku finansowego.

Widzimy więc, jak istotne jest prawidłowe zaplanowanie przychodów i kosztów walutowych oraz jak istotne jest umiejętne zarządzanie ryzykiem tak założonych planów. W kolejnych rozdziałach Poradnika przedstawione będą metody pozwalające na ubezpieczenie tego typu ryzyka.

W dalszej części Poradnika przedstawię jedynie metody, które pozwalają zabezpieczyć ryzyko kursowe dla eksporterów rozliczających się z kontrahentami bezpośrednio w walucie zagranicznej. Wszystkie inne wymienione typy zdarzeń gospodarczych wymagają oddzielnego omówienia, więc nie zostaną zawarte w tym poradniku.

8. Kto generuje ryzyko kursowe w firmie?

Odpowiedź wydaje się być oczywista. Praktyka życiowa dowodzi jednak, że wcale nie jest to tak oczywiste. Wielu przedsiębiorców przyjmuje mylną tezę, iż straty wywołane zmianami kursów walut (czyli gdy ryzyko się zrealizuje) wywołują pracownicy działu ekonomicznego, finansowego czy też księgowego – czyli osoby odpowiedzialne za zakup i sprzedaż waluty oraz za odpowiednie księgowanie operacji walutowych na kontach.

Oczywiście jest to mylna teza! Osobami odpowiedzialnymi za występujące straty z tytułu zmian kursów walut są zarówno osoby pracujące w działach związanych z finansami, jak też osoby pracujące w działach związanych z zamówieniami, sprzedażą, logistyką oraz innych działach, które w toku prowadzonych zadań wywołują zdarzenia gospodarcze generujące ryzyko.

Natomiast działy związane z finansami powinny neutralizować takie ryzyka poprzez:

- ✓ dopasowywanie terminów zapadalności oraz nominalów faktur przyjętych i wystawionych;
- ✓ zawieranie odpowiednich transakcji zabezpieczających ryzyko kursowe z wykorzystaniem instrumentów pochodnych (opcje i/lub kontrakty terminowe).

Działy finansowe generują ryzyko kursu walutowego tylko wtedy, jeśli świadomie nie zabezpieczają ryzyka kontraktów handlowych – pomimo posiadania wszelkiej informacji na temat zdarzeń gospodarczych wywołujących takie ryzyka.

Dział finansowy może również generować ryzyko kursu walutowego, jeśli w sposób świadomy lub nieświadomy zawiera nieprawidłowe transakcje terminowe z wykorzystaniem kontraktów forward/futures oraz opcji walutowych.

W tego typu sytuacjach mamy do czynienia ze **świadomą lub nieświadomą spekulacją**.

9. Spekulacja świadoma i nieświadoma – fakty i mity

Odróżnienie spekulacji świadomej od nieświadomej jest bardzo istotne. Spekulacja nieświadoma jest znacznie groźniejsza niż spekulacja świadoma. Gdy ktoś świadomie spekuluje, to wie, na jakie ryzyko się naraża. Wie wobec tego, kiedy należy zastopować narastanie straty i jak wycofać się z nieudanej spekulacji. Straty (o ile zostały w porę zastopowane) można zawsze odrobić w przyszłości.

Gdy ktoś spekuluje nieświadomie, nie wie, na jakie ryzyko jest narażony. Nie wie wobec tego, w jaki sposób ograniczyć straty i co te straty tak naprawdę wywołuje. Straty wynikające z takiej nieświadomej spekulacji mogą okazać się kolosalne i niemożliwe do odrobienia w przyszłości.

Przykłady świadomej oraz nieświadomej spekulacji można mnożyć. Taka świadoma i nieświadoma spekulacja zwykle źle się kończy i w okresach zwiększonej zmienności kursów walut wywołuje olbrzymie straty finansowe. Z powodu ograniczonej objętości tego wydania Poradnika zmuszony jestem jednak pominąć to zagadnienie.

10. Rodzaje faktur – jako dokumenty sprzedaży oraz metody zabezpieczania ryzyka kursowego

W poprzednich rozdziałach podane zostały przykłady ryzyka kursowego wynikającego z przepływu waluty zagranicznej pomiędzy kontrahentami. Wiemy już, że ryzyko kursowe występuje nie tylko wtedy, gdy mamy do czynienia z płatnościami realizowanymi w walucie zagranicznej, ale również wtedy, gdy zapłata realizowana jest w złotych. Czynnikiem decydującym o występowaniu lub niewystępowaniu ryzyka kursowego jest bowiem to, czy cena ustalona pomiędzy kontrahentami jest ceną „czystą” wyrażoną w określonej walucie, czy też jest ceną „denominowaną” do określonej waluty.

W praktyce gospodarczej wyróżnia się wiele rodzajów tego typu zdarzeń gospodarczych oraz towarzyszących tym zdarzeniom dokumentów zakupu/sprzedaży (czyli faktur). Poniżej przedstawiono najczęściej występujące rodzaje faktur.

10.1. Faktury czyste walutowe

Faktury czyste walutowe to faktury wyrażone w walucie obcej (EUR, USD itp.) zarówno dla strony kosztowej, jak i przychodowej. Kwotę faktury wyrażonej w walucie obcej ustalają kontrahenci (zamawiający i sprzedający) w chwili ustalenia kontraktu handlowego. Jest ustalona w walucie zagranicznej – na przykład 100 000 euro i nie ulega zmianie.

Przykład 12

Firma produkująca wyroby metalowe złożyła ofertę dla zagranicznego odbiorcy, podając cenę wyrażoną w euro. Zagraniczny odbiorca zamówił produkty o wartości łącznej 100 000 euro. Firma produkująca wyroby metalowe wystawi więc fakturę na kwotę 100 000 euro. Jest to przykład faktury **czystej walutowej**.

Zabezpieczenie ryzyka kursowego dla tego typu zdarzeń gospodarczych nie sprawia większych trudności. Przedsiębiorstwo narażone na ryzyko kursowe wie, kiedy taką transakcję zabezpieczającą zawrzeć oraz wie, kiedy i jak taką transakcję zabezpieczającą wykorzystać. Gdy mamy do czynienia z fakturami czystymi walutowymi, występujące ryzyko kursowe jest bardziej „**namacalne**”. Pracownicy działu finansowego odpowiedzialnego za neutralizację ryzyka kursowego są bardziej świadomi występowania ryzyka, gdy na rachunek formowy wpływa waluta zagraniczna oraz gdy z rachunku firmowego wpływa waluta zagraniczna.

Gdy z firmy wychodzą walutowe faktury czyste sprzedażowe, to dział finansowy z dokumentów tych może odczytać znacznie więcej informacji potrzebnych do prawidłowego zabezpieczenia ryzyka niż w przypadku faktur **denominowanych**. Proces zarządzania ryzykiem jest wtedy prostszy. Rzadziej występują błędne decyzje i błędne transakcje. Działy gospodarcze muszą przekazywać do działu finansowego znacznie mniej informacji niż w przypadku faktur denominowanych.

Ważne jest to, iż ryzyko kursowe towarzyszące fakturom czystym walutowym znika dopiero w chwili zamiany waluty zagranicznej na złote

Dział finansowy, widząc wpływ waluty na rachunek od kontrahenta zagranicznego wie, kiedy wykorzystać transakcję zabezpieczającą przychody walutowe. Chcąc zamienić walutę zagraniczną na złote, łączy ją z odpowiednim kontraktem terminowym na sprzedaż waluty (posiadanym, zwartym wcześniej) i dokonuje fizycznej dostawy waluty.

Przy tego typu fakturach wszystkie zawarte kontrakty forward są przypisane do odpowiednich zdarzeń gospodarczych. Trudniej jest popełnić błąd i pozostawić w portfelu jakiś forward nieprzypisany do żadnego kontraktu handlowego.

Bałagan może się pojawić w przypadku faktur denominowanych.

10.2. Faktury złotowe denominowane do waluty zagranicznej

Faktury złotowe denominowane do waluty zagranicznej to faktury wyrażone w złotych, których kwota pośrednio uzależniona jest od kursu walutowego (EUR/PLN, USD/PLN itp.). Kwotę faktury wyrażoną w walucie zagranicznej ustalają kontrahenci (zamawiający i sprzedający) w chwili zawarcia kontraktu handlowego. Kwota faktury przeliczona na złote jest jednak nieznaną. Jeśli w dniu wystawienia takiej faktury kurs waluty zagranicznej jest wysoki w relacji do złotego, to kwota faktury wyrażona w złotych również jest wysoka. Jeśli zaś kurs waluty zagranicznej w dniu wystawiania faktury jest niski, to kwota faktury wyrażona w złotych analogicznie będzie niska.

Zarządzanie ryzykiem kursowym dla zdarzeń gospodarczych, którym towarzyszą faktury denominowane jest znacznie bardziej skomplikowane niż zarządzanie ryzykiem w rozliczeniach czystych walutowych.

Oprócz faktur denominowanych kontrahenci mogą rozliczać swoje kontrakty handlowe za pomocą jeszcze bardziej skomplikowanych dokumentów rejestrujących sprzedaż, takich jak: faktury mieszane, faktury zagraniczne denominowane do złotego, faktury zagraniczne denominowane do innej waluty zagranicznej itp.

Ograniczenie objętości tego wydania Poradnika nie pozwala na szczegółowe wyjaśnienie tych kwestii.

11. Kiedy należy otworzyć transakcję zabezpieczającą, a kiedy należy ją zrealizować (zamknąć) dla różnego rodzaju faktur

Wiemy już, że ryzyko kursu walutowego może przejawiać się w różny sposób w zależności od przyjętej przez kontrahentów metody rozliczenia kwoty zapłaty. W innym momencie pojawia się ryzyko kursowe, gdy do zapłaty wykorzystuje się faktury czyste walutowe. W innym momencie pojawia się ryzyko, gdy do zapłaty wykorzystuje się faktury denominowane do waluty zagranicznej. Jeszcze inaczej rzecz się ma w przypadku faktur czystych złotych oraz faktur mieszanych i faktur zagranicznych, w które „zamieszane” są waluty trzecie.

Moment, w którym ryzyko przestaje działać również jest inny dla każdego typu zdarzenia.

Poniżej przedstawiam przykłady prawidłowego zabezpieczenia ryzyka oraz prawidłowego wykorzystania posiadanych ubezpieczeń odnoszących się jedynie do sprzedaży eksportowej, której towarzyszy wystawienie czystej faktury walutowej.

Przykład 13

Przedsiębiorstwo produkujące przetwory owocowo-warzywne eksportuje swoje wyroby za granicę. Do przedsiębiorstwa wpłynęło zamówienie od amerykańskiego kontrahenta. Strony ustaliły wartość zamówienia na kwotę 100 000 dolarów amerykańskich. W chwili ustalania warunków kontraktu kurs spot USD/PLN wynosił 3,3000 (bid). Polskie przedsiębiorstwo zawiera transakcję 3-miesięcznego forwardu na sprzedaż 100 000 dolarów, gdyż spodziewa się zapłaty ze strony zagranicznego odbiorcy w ciągu najbliższych 3 miesięcy. Kurs forward wyniósł 3,3500 (5 groszy punktów swapowych dodanych do kursu spot).

Mija miesiąc i firma polska wystawia fakturę na kwotę 100 000 dolarów. Nie przeprowadza w tym momencie żadnych operacji finansowych.

Moja kolejny miesiąc i na rachunek polskiej firmy wpływa 100 000 dolarów jako zapłata od zagranicznego odbiorcy.

Polska firma postanawia wykorzystać posiadane zabezpieczenie i przyspiesza termin wykonania transakcji forward.

Bank od pierwotnego kursu terminowego 3,35000 USD/PLN odejmuje 1,5 grosza niewykorzystanych punktów swapowych. Dochodzi do wymiany 100 000 dolarów po efektywnym kursie 3,3350 USD/PLN. Polski eksporter uzyskuje więc 333 500 złotych ze sprzedaży swoich produktów dla zagranicznego odbiorcy.

Kurs spot USD/PLN w dniu wymiany waluty nie miał żadnego znaczenia. Niezależnie od tego, czy byłby to kurs 3,0000 czy też kurs 3,6000, eksporter otrzymałby zawsze kwotę 333 500 złotych.

Ryzyko zostało ubezpieczone w chwili ustalenia warunków handlowych w zamówieniu. Transakcja zabezpieczająca została wykorzystana w chwili zamiany dolarów na złote.

W tabeli 2 przedstawiono w pigułce zasady postępowania przy otwieraniu i zamykaniu transakcji zabezpieczającej ryzyko kursowe.

Tabela 2. Faktura czysta i denominowana – wystawiona przez eksportera

	Faktura czysta	Faktura denominowana
Moment zawarcia transakcji zabezpieczającej przez eksportera	Przyjęcie zamówienia do realizacji	Przyjęcie zamówienia do realizacji
Moment zrealizowania posiadanego zabezpieczenia przez eksportera	Wymiana waluty, która wpłynęła na rachunek eksportera (odbiorca dokonał zapłaty)	Wystawienie faktury sprzedażowej na rzecz odbiorcy

Z powyższego zestawienia wynika, iż niezależnie od tego, czy faktura za zrealizowaną sprzedaż/zakup towaru lub usługę będzie w formie faktury czystej walutowej, czy też w formie faktury denominowanej – transakcję zabezpieczającą należy otworzyć w chwili składania zamówienia.

Różnica pojawia się dopiero przy zamykaniu transakcji zabezpieczającej.

W sytuacji, gdy wystawiana jest faktura denominowana, transakcję zabezpieczającą należy zamknąć właśnie w chwili wystawiania faktury, a jeszcze lepiej (jeśli jest to możliwe) należy zamknąć transakcję w chwili, gdy ustalony jest kurs przeliczeniowy.

Natomiast w sytuacji, gdy wystawiana jest faktura czysta walutowa, transakcję zabezpieczającą trzeba zachować aż do chwili fizycznej wymiany waluty.

Znając już podstawowe zasady zawierania transakcji zabezpieczających z użyciem kontraktu forward na zakup lub sprzedaż waluty, wiedząc, kiedy takie transakcje należy otwierać oraz kiedy je zamykać (rozliczając dostawą fizyczną lub rozliczając bez dostawy fizycznej), możemy przejść do kwestii związanych z OPTYMALNYM wyborem odpowiedniego instrumentu zabezpieczającego ryzyko kursowe.

Okazuje się bowiem, iż zawarcie transakcji forward nie rozwiązuje wszystkich problemów. Ba! Bardzo często transakcja forward zawarta w nieodpowiedni sposób może stać się przyczyną innych problemów, o których już wspominałem wcześniej, a do których zaliczyć należy:

- ✓ niebezpieczeństwo przekroczenia limitu skarbowego udzielonego przez bank,
- ✓ niebezpieczeństwo uzupełniania depozytów zabezpieczających u brokera,
- ✓ niebezpieczeństwo obniżenia wyniku finansowego przedsiębiorstwa na skutek wyceny instrumentów finansowych do wartości godziwej,
- ✓ niebezpieczeństwo przegranej w starciu z firmami konkurencyjnymi, które nie zabezpieczają ryzyka itp.

Wymienione wyżej problemy można niemal w całości wyeliminować, stosując inne instrumenty zabezpieczające ryzyko kursowe (inne niż forward).

12. Rodzaje ryzyka kursowych ze względu na czas trwania ryzyka

Nie ma uniwersalnego instrumentu finansowego, który służyłby do zabezpieczenia każdego typu ryzyka kursowego. Do zabezpieczenia jednego typu ryzyka najlepszą metodą może być użycie prostej transakcji forward, natomiast do zabezpieczenia ryzyka innego typu lepszym rozwiązaniem może okazać się transakcja opcji walutowej czy też transakcja polegająca na złożeniu kilku rodzajów instrumentów finansowych – czyli łączenie pojedynczych cegiełek w większą konstrukcję.

Zanim jednak omówione zostaną tego typu transakcje zabezpieczające, należy zapoznać się z poniższym podziałem ryzyka kursowego pod względem czasu jego trwania: od chwili powstania ryzyka, do chwili jego zaniku.

Z uwagi na czas trwania ryzyka wyróżnić możemy:

- ryzyko spotowe – trwające do 1 tygodnia,
- ryzyko krótkoterminowe – trwające od 1 do 4 tygodni,
- ryzyko średnioterminowe – trwające od 1 do 3 miesięcy,
- ryzyko długoterminowe – trwające powyżej 3 miesięcy.

Oczywiście powyższy podział ma charakter umowny. Określone przedziały czasu mają wielkość przybliżoną. O tym, z jakim typem ryzyka mamy do czynienia w konkretnym przypadku powinno decydować doświadczenie zarządzającego ryzykiem kursowym. Rola eksperta wydaje się tutaj nieodzowna.

W zależności od tego, jaką diagnozę postawi ekspert, zależy to, jakiego instrumentu zabezpieczającego trzeba będzie użyć do neutralizacji określonego typu ryzyka.

Przejdźmy teraz do omówienia poszczególnych typów ryzyka w ujęciu czasowym.

12.1. Ryzyko spotowe

Z ryzykiem tego typu mamy do czynienia w sytuacji, gdy eksporter przetrzymuje walutę na rachunku bankowym i zwleka z jej zamianą na złote, licząc na wzrost kursu tej waluty.

Ryzyko spotowe pojawia się w momencie wpływu waluty z zagranicy na rachunek eksportera.

Ryzyko spotowe znika w chwili gdy eksporter dokona wymiany waluty na złote.

Aby zarządzać ryzykiem spotowym, należy stosować odpowiednie zlecenia – głównie zlecenia stop oraz zlecenia trailing-stop. Zlecenia te pozwalają uchronić się przed narastaniem straty.

Cały proces zarządzania tego typu ryzykiem sprowadza się do określenia potencjalnej zmienności kursu walutowego, jaka może wystąpić w okresie najbliższych kilku dni. Nie jest to łatwe. Pomocna tutaj może być znajomość analizy technicznej⁷ wykresów kursów walut oraz znajomość zasad wyznaczania zmienności implikowanej⁸ zawartej w cenie każdej opcji walutowej. Nie będę tego wątku rozwijać. Zainteresowanych odsyłam do odpowiednich materiałów lektur oraz do szkoleń z tego zakresu.

Przeanalizujmy konkretne przykłady.

Przykład 14

Eksporter sprzedający swoje wyroby do Niemiec otrzymał zapłatę w kwocie 100 000 euro od niemieckiego odbiorcy. W chwili wpływu waluty na rachunek bankowy kurs spot EUR/PLN wynosił 4,1220/4,1225 (bid/ask). Eksporter postanowił zabezpieczyć się na wypadek, gdyby kurs euro spadł poniżej poziomu 4,1000. Obawia się on bowiem, iż w razie przebicia w dół poziomu 4,1000 wielu eksporterów wystraszy się i postanowi szybko sprzedać nagromadzoną na rachunkach walutę. Duża liczba zleceń sprzedaży waluty może szybko zepchnąć kurs EUR/PLN kolejnych kilka groszy niżej. Eksporter wolałby w takiej sytuacji być tym, który najszybciej zareaguje i sprzeda walutę, gdy spadek kursu nabierze dynamiki.

⁷ W Polsce dostępnych jest sporo książek poświęconych analizie technicznej. Wartą polecenia jest książka pod tytułem *Trader VIC Metody mistrza Wall Street*, Victor Sperandeo, wyd. Wolters Kluwer, 2012. Książka napisana jest przystępnym językiem i opisuje podstawowe elementy analizy technicznej.

⁸ Zmienność implikowana zawarta w cenie opcji walutowej pozwala na określenie spodziewanego przez uczestników rynku walutowego zakresu wahań kursu pary walutowej w określonym przedziale czasu.

Eksporter wstawia więc zlecenie stop na sprzedaż 100 000 euro i określa poziom aktywacji tego zlecenia na 4,0990 EUR/PLN. Jeśli kurs zacznie spadać poniżej 4,1000 i najwyższą ofertą kupna waluty (zgłoszoną przez kogoś, kto chce kupić walutę) będzie kurs 4,0990, zlecenie sprzedaży zostanie natychmiast wykonane. Dzięki temu zleceniu eksporter wie, że w najgorszym razie z wymiany 100 000 euro uzyska kwotę 409 900 złotych.

Z uwagi na fakt, iż teraz może bez problemu sprzedać euro po kursie 4,1220 (bid), jego ryzyko ogranicza się do 2,3 grosza na każdym euro.

Inną metodą zarządzania ryzykiem spotowym jest metoda dywersyfikacji – czyli rozłożenia zaplanowanej transakcji sprzedaży lub kupna waluty na kilka mniejszych transakcji.

Przykład 15

Eksporter ma na rachunku 200 000 euro. Chce zamienić walutę w ciągu najbliższych 5 dni roboczych. Obecny kurs EUR/PLN na rynku spot wynosi 4,1220/4,1225. Eksporter postanawia sprzedać 50 000 euro już teraz po kursie 4,1220. Kolejne 50 000 euro chce sprzedać jutro, następnie trzecią „pięćdziesiątkę” chce sprzedać pojutrze, a z czwartą „pięćdziesiątką” chce poczekać do końca tygodnia.

W ten sposób eksporter zdywersyfikuje ryzyko w ujęciu czasowym.

Zarządzanie ryzykiem spotowym nie jest skomplikowane. Bardzo często jednak zdarza się, że pomimo stosowania odpowiednich reguł eksporterzy i importerzy ponoszą dotkliwie straty jeszcze zanim waluta wpłynie na rachunek lub zanim waluta zostanie kupiona. Ryzyko bowiem może zrealizować się wcześniej.

Przykład 16

Eksporter czeka na zapłatę od zagranicznego odbiorcy. W ciągu najbliższych dni na rachunek bankowy powinna wpłynąć kwota 100 000 euro. Dziś kurs EUR/PLN wynosi 4,1220/4,1225 i eksporter bardzo chętnie sprzedałby euro po kursie 4,1220 gdyby tylko dysponował tą walutą już na swoim rachunku.

Następnego dnia kurs EUR/PLN wynosi już tylko 4,0800/4,0805. Na rachunek eksportera nadal nie wpływa waluta. Zagraniczny kontrahent informuje, że dokonał przelewu przed chwilą.

Następnego dnia na rachunku eksportera nadal nie ma euro. Kurs EUR/PLN wynosi 4,0530/4,0535. Eksporter przelicza, iż przez ostatnie dwa dni stracił prawie 7 000 złotych. Nic jednak na to nie może poradzić. Dopóki nie ma waluty na rachunku, nie może jej sprzedać. Eksporter nie wie bowiem, że istnieje coś, co nazywa się forward i że może sprzedać walutę, której jeszcze nie ma na rachunku, ale która wkrótce na rachunku się pojawi.

Trzeciego dnia na rachunek wreszcie wpływa kwota 100 000 euro. W tym momencie kurs EUR/PLN wynosi 3,9870/3,9875 i eksporter postanawia zacząć zarządzać ryzykiem spotowym ...

Powyższy przykład powinien uzmysłowić przedsiębiorcy, jak ułomne jest zarządzanie ryzykiem spotowym w porównaniu z zarządzaniem ryzykiem z użyciem kontraktu forward.

W tym momencie przechodzimy do kolejnego typu ryzyka – ryzyka krótkoterminowego.

12.2. Ryzyko krótkoterminowe

Ryzyko krótkoterminowe odnosi się do takich zdarzeń gospodarczych, dla których okres od chwili powstania ryzyka kursowego do chwili jego zaniku nie przekracza **1 miesiąca**.

Dodatkowym założeniem jest to, iż spodziewane przepływy walutowe (w przypadku faktur czystych walutowych) lub spodziewane rozliczenia denominowane (w przypadku faktur denominowanych) są przepływami i rozliczeniami, których pewność zaistnienia jest wysoce prawdopodobna.

Innymi słowy ryzyko krótkoterminowe dotyczy wyłącznie takich rozliczeń, które z wysokim prawdopodobieństwem dojdą do skutku w terminie jednego miesiąca.

Jeśli natomiast prawdopodobieństwo wystąpienia planowanego przepływu nie jest wysokie (na przykład złożono ofertę cenową, a kontrahent jeszcze nie podjął decyzji, czy przyjąć taką ofertę, czy też ją odrzucić) lub jeśli termin rozliczenia (termin wystawienia faktury denominowanej lub termin zapłaty za fakturę czystą walutową) jest dalszy niż 1 miesiąc, to ryzyka kursowego z tym związanego nie można traktować jako ryzyka krótkoterminowego.

Ryzyko to pojawia się w momencie wystawienia faktury czystej przez eksportera. Ryzyko to znika natomiast z chwilą sprzedaży waluty przez eksportera bądź zakupu waluty przez importera.

Ryzyko krótkoterminowe pojawia się również w momencie akceptacji zamówienia przez strony umowy handlowej (kupujący i sprzedający) pod warunkiem, że dokumentem rozliczenia zapłaty będzie faktura denominowana, a termin wystawienia takiej faktury nie przekracza jednego miesiąca od dnia ustalenia warunków umowy kupna/sprzedaży przez kontrahentów. W tym przypadku ryzyko zanika w momencie wystawienia faktury denominowanej.

Instrumentami pomocnymi do zarządzania ryzykiem krótkoterminowym są:

- ✓ „goły” forward/futures,
- ✓ opcja „głęboko w pieniądzu” – DITM (z angielskiego *deep-in-the-money*)”.

„Goły” forward lub „goły” futures został już wcześniej omówiony w poprzednich rozdziałach.

Opcja „głęboko w pieniądzu” (DITM) zostanie omówiona szczegółowo w rozdziale poświęconym zasadzie działania opcji walutowych.

12.3. Ryzyko średnioterminowe

Ryzyko średnioterminowe odnosi się do takich zdarzeń gospodarczych, dla których okres od chwili powstania ryzyka kursowego do chwili jego zaniku nie przekracza **3 miesięcy**.

Dodatkowym założeniem jest to, iż spodziewane przepływy walutowe (w przypadku faktur czystych walutowych) lub spodziewane rozliczenia denominowane (w przypadku faktur denominowanych) są przepływami i rozliczeniami, których pewność zaistnienia jest wysoce prawdopodobna – analogicznie jak przy ryzyku krótkoterminowym.

Ryzyko średnioterminowe pojawia się w momencie akceptacji zamówienia przez strony umowy handlowej (kupujący i sprzedający) bez względu na to, jaki rodzaj dokumentu rozliczenia płatności zostanie następnie wystawiony przez sprzedającego (może to być zarówno faktura czysta walutowa, jak też faktura denominowana). Ważne jest jedynie to, aby od chwili ustalenia warunków cenowych w zamówieniu przez strony transakcji nie upłynęło więcej niż 3 miesiące do chwili:

- ✓ wystawienia faktury denominowanej lub
- ✓ zapłaty za fakturę czystą walutową.

Instrumentem pomocnym do zarządzania ryzykiem średnioterminowym jest:

- ✓ opcja „głęboko w pieniądzu” – DITM (z angielskiego *deep-in-the-money*)”.

12.4. Ryzyko długoterminowe

Ryzyko długoterminowe odnosi się do takich zdarzeń gospodarczych, dla których okres od chwili powstania ryzyka kursowego do chwili jego zaniku przekracza **3 miesiące**.

Ponadto z ryzykiem długoterminowym mamy do czynienia wtedy, gdy przepływy walutowe oraz denominowane (zarówno koszty, jak też przychody) nie mają znamion „zagwarantowanych”, lecz są jedynie prognozowane, szacowane, zakładane. Oznacza to, iż z ryzykiem długoterminowym mamy do czynienia w sytuacji planowanych/prognozowanych przepływów finansowych, planowanej sprzedaży, planowanych kosztów, którym póki co nie towarzyszą żadne formalne zamówienia, żadne zobowiązania do kupna lub sprzedaży ze strony potencjalnych kontrahentów.

Z ryzykiem długoterminowym mamy również do czynienia w takich sytuacjach, gdy kontrahenci podpisali formalnie umowę kupna/sprzedaży, lecz terminy rozliczeń są odległe w czasie – na przykład jeśli faktura zostanie wystawiona wiele miesięcy po terminie rozpoczęcia realizacji zamówienia.

Ryzyko długoterminowe pojawia się w momencie:

- ✓ ustalania planu budżetowego, finansowego, biznesplanu itp.,
- ✓ złożenia oferty przetargowej,
- ✓ ustalania długoterminowego cennika dla kontrahentów.

Ryzyko długoterminowe zanika w chwili przejścia planowanych zamówień w fazę realizacji.

Czyli jeśli przykładowo przedsiębiorstwo planuje na początku roku, iż w ciągu kolejnych 12 miesięcy wpłyną zamówienia od odbiorców na nominal 1 000 000 euro, to mamy do czynienia z ryzykiem długoterminowym. Jeśli w którymś momencie do przedsiębiorstwa wpłynie jedno z takich planowanych zamówień na nominal 100 000 euro, to nominal waluty narażonej na ryzyko długoterminowe zmniejszy się z 1 000 000 euro do 900 000 euro, natomiast nominal 100 000 euro będzie narażony na ryzyko średnio lub krótkoterminowe (zależnie od ustalonego między kontrahentami terminu rozliczenia danego zamówienia).

Możemy wobec tego przyjąć, iż na osi czasu ryzyko długoterminowe (planowane przychody i koszty wyrażone w walucie), przekształca się w ryzyko średnioterminowe (w chwili pojawienia się formalnych zamówień). Następnie ryzyko średnioterminowe przekształca się w ryzyko krótkoterminowe (w chwili wystawienia faktury czystej walutowej), a ryzyko krótkoterminowe zamienia się w ryzyko spotowe (w chwili wpływu na rachunek od odbiorcy lub w chwili zebrania przez nabywcę pełnej kwoty złotych potrzebnych do zakupu waluty).

Upływający czas może sprawić, iż stopień narażenia na ryzyko będzie się zwiększać w kolejnych okresach na skutek niekorzystnych zmian kursów walut. Względnie małe ryzyko na etapie planowania przychodów i kosztów może w ostatecznym rozrachunku okazać się dużym ryzykiem i wygenerować duże straty finansowe wynikające z takich czynników jak:

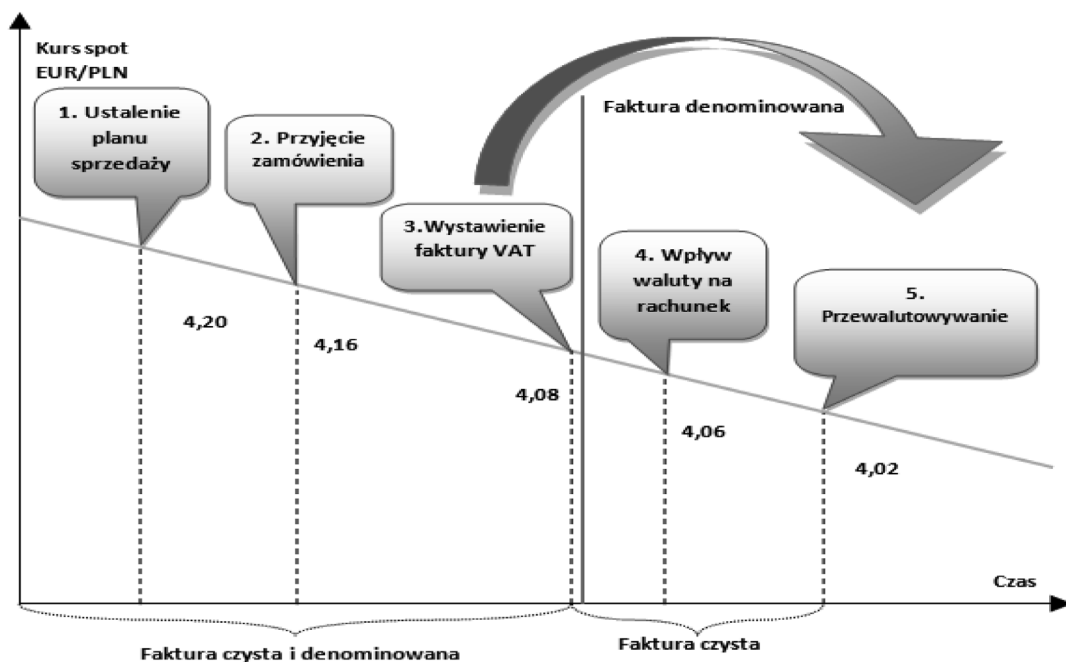
- ✓ spadek popytu na produkty i usługi oferowane przez przedsiębiorstwo,
- ✓ załamanie sprzedaży,
- ✓ gwałtowny wzrost kosztów,
- ✓ spadek marż handlowych,
- ✓ pogorszenie płynności gotówkowej itp.

W kolejnym rozdziale zjawisko realizowania się ryzyka wraz z upływem czasu zostanie szczegółowo omówione.

13. Rozwój ryzyka na osi czasu – przychody realizowane w walucie obcej

Na poniższym schemacie przedstawiono przykład negatywnego scenariusza dla eksportera oraz dla przedsiębiorstwa uzyskującego przychody ze sprzedaży wyrażonej w walucie obcej – czyli sytuacji, gdy złoty umacnia się w długim interwale czasu.

Schemat 2. Ryzyko eksportera na osi czasu



Dociekliwy czytelnik zapyta zapewne: „Dlaczego autor Poradnika przedstawił jedynie niekorzystny scenariusz zmian kursów walut – czyli trend spadkowy. Przecież równie dobrze kurs waluty zagranicznej może być w długoterminowym trendzie wzrostowym, a złoty może się osłabiać?”

Celowo wybrałem scenariusz negatywny. Jeśli w rzeczywistości zmiana kursu walutowego będzie pozytywna dla przedsiębiorstwa, to będzie on realizować coraz lepsze wyniki finansowe – zgodnie z tezą omówioną w początkowych rozdziałach.

Gdy przedsiębiorstwu sprzyja kurs walutowy, biznes systematycznie się poprawia. Gorzej się dzieje, gdy kurs walutowy nie sprzyja. I właśnie w takiej sytuacji należy wykazać się umiejętnym zarządzaniem ryzykiem tak, aby pomimo pogarszającego się kurs walutowego, przedsiębiorstwo mogło nadal funkcjonować, a nawet osiągać zyski. Nie sztuką jest zarabiać, gdy zarabiają wszyscy dookoła, gdy na rynku jest prosperity, gdy złoty się osłabia i każda sprzedaż eksportowa przynosi większy zysk niż sprzedaż krajowa. Sztuką jest zarabiać wtedy, gdy koniunktura się pogarsza, gdy złoty się umacnia, a sprzedaż eksportowa nie daje już tak wysokich marż jak poprzednio.

Z wcześniej przedstawionych informacji wiemy, iż moment podjęcia decyzji o dokonaniu zabezpieczenia ryzyka jest bardzo ważny. Przejdźmy teraz do omówienia każdego z tych momentów oraz towarzyszącego im ryzyka kursowego.

Jeśli przedsiębiorstwo zaczyna myśleć o zarządzaniu ryzykiem dopiero w chwili, gdy waluta jest już na rachunku bankowym (punkt 4 zaznaczony na schemacie), może ono skorzystać z następujących narzędzi służących do neutralizacji ryzyka:

- a) zlecenie limit na sprzedaż waluty z rachunku;
- b) zlecenie stop na sprzedaż waluty z rachunku;
- c) trailing stop na sprzedaż waluty z rachunku.

Cofnijmy się teraz nieco na osi czasu do punktu oznaczonego jak (3) – czyli do dnia wystawienia faktury czystej walutowej przez przedsiębiorstwo. Może zdarzyć się taka sytuacja, gdy faktura była wystawiana przy kursie 4,0800 EUR/PLN, a waluta wpływa na rachunek przy kursie 4,0600 EUR/PLN. Przedsiębiorstwo, które wcześniej nie zabezpieczyło ryzyka kursowego staje teraz przed dylematem? Sprzedać euro po kursie niższym niż kurs fakturowy i zrealizować ujemne różnice kursowe? Pojawia się pokusa do spekulacji i chęć przetrzymania waluty na rachunku w nadziei, że kurs euro wzrośnie i uda się ją sprzedać z zyskiem lub choćby bez straty.

Przedsiębiorstwo może sprzedać walutę po kursie fakturowym, a mimo to stracić na takiej sprzedaży. Stanie się tak wtedy, gdy kurs walutowy kalkulowany przez dział sprzedaży w chwili określania ceny w ofercie przesłanej do odbiorcy był wyższy niż kurs późniejszej faktury.

Cofnijmy się ponownie do punktu oznaczonego jako (3). Jeśli w chwili wystawienia faktury (a ściślej w dniu poprzedzającym wystawienie faktury) eksporter zabezpieczy ryzyko za pomocą kontraktu forward na sprzedaż waluty, to co prawda uchroni się przed ujemnymi różnicami kursowymi, ale może wygenerować ujemną marżę handlową. Oferta sprzedaży produktów kalkulowana była bowiem w chwili oznaczonej punktem (2), gdy kurs EUR/PLN wynosił 4,1600. Wyobraźmy sobie sytuację opisaną w poniższym przykładzie.

Przykład 17

Dział sprzedaży w firmie eksportowej za wszelką cenę chciał zrealizować zamówienie otrzymane od zagranicznego odbiorcy. Odbiorca był nieustępliwy w negocjacjach handlowych, oczekując niższej ceny. Dział sprzedaży, znając poziom kosztów wytworzenia i sprzedaży wyrobów określił tak cenę, aby marża przeliczona w złotych wynosiła zaledwie 1%. Dział sprzedaży przyjął następnie bieżący kurs EUR/PLN = 4,1600 i w oparciu o ten kurs wyliczył cenę wyrażoną w euro. Ostatecznie wysłał kwota 100 000 euro, czyli 416 000 złotych przychodu. Marża wyliczona 4 160 złotych – jako 1% od kwoty przychodu.

Mija miesiąc i dział sprzedaży po wykonaniu zlecenia wystawia fakturę. W dniu tym kurs EUR/PLN wynosi 4,0800. Jeśli dopiero teraz dział finansowy zabezpieczy ryzyko kursowe, sprzedając kontrakt forward EUR/PLN, to przedsiębiorstwo nie osiągnie zamierzonego celu i zrealizuje ujemną marżę. Przychód ze sprzedaży przeliczony na złote wyniesie bowiem 408 000 złotych, czyli 8 000 złotych mniej niż planowano. Ba! Będzie to 3 840 złotych poniżej kosztów wytworzenia i sprzedaży.

Jedynym ratunkiem dla firmy mogą okazać się punkty swapowe zawarte w kontrakcie forward. Aby otrzymać kurs terminowy wynoszący 4,1600 (czyli 8 groszy punktów swapowych dodanych do kursu spot = 4,0800), eksporter musiałby zawrzeć forward na termin 6 miesięcy i przez 6 miesięcy nie sprzedać euro pochodzącego z tego kontraktu handlowego.

Przedsiębiorstwo nie ma jednak aż tak dobrej płynności gotówkowej, aby trzymać walutę przez pół roku na rachunku. Pojawia się więc pokusa spekulacji. Dział finansowy wychodzi z założenia, iż jeśli poczeka i kurs EUR/PLN wzrośnie do 4,1600, to wtedy zabezpieczy wystawioną fakturę i dzięki temu osiągnie dwie korzyści jednocześnie:

- ✓ zrealizuje dodatnie różnice kursowe oraz
- ✓ zrealizuje zaplanowaną marżę handlową.

Problem pojawi się jednak, jeśli kurs EUR/PLN zamiast podskoczyć do 4,1600, spadnie do 4,0600.

Widzimy więc, iż zabezpieczenie ryzyka w chwili wystawienia faktury może być niewystarczające. Od kursu fakturowania ważniejszy jest bowiem przyjęty kurs kalkulacji w chwili składania oferty cenowej na sprzedaż wyrobów i usług.

Czy to oznacza, iż jeśli przedsiębiorstwo będzie zabezpieczać ryzyko kursowe w chwili ustalania ceny w zamówieniu handlowym, to wszelkie problemy całkowicie znikną? Nie do końca. Cofnijmy się jeszcze bardziej – do punktu oznaczonego na schemacie jako (1).

Kurs w tym punkcie wynosił 4,2000 EUR/PLN. Przedsiębiorstwo zaplanowało wtedy, iż zrealizuje sprzedaż (będą wpływały zamówienia od kontrahentów), oferując ceny swoich wyrobów i usług wyrażone w euro, dla których kursem przeliczeniowym będzie 4,2000.

Jeśli w kolejnych okresach kurs EUR/PLN spadnie do 4,1600, a przedsiębiorstwo chce uzyskać taką samą

Przykład 18

Przedsiębiorstwo eksportowe w toku produkcji swoich wyrobów ma z góry określone koszty wytworzenia i sprzedaży. Nie ulegają one zmianie. Aby zrealizować dodatnią marżę na zamówieniu z zagranicy o wartości 100 000 euro, firma musi uzyskać przychód przeliczony na złote w wysokości 420 000 złotych. Kurs budżetowy, który pozwala zrealizować tak przyjętą marżę wynosi więc 4,20000 EUR/PLN.

Wpływa pierwsze zamówienie od zagranicznego kontrahenta o wartości 100 000 euro, a kurs EUR/PLN wynosi 4,2000. Eksporter podaje więc cenę 100 000 euro, gdyż po przeliczeniu 100 00 euro na złote po kursie 4,2000 uzyskuje wymagane 420 000 złotych.

Wpływa drugie zamówienie z zagranicy o wartości 100 000 euro, a kurs EUR/PLN wynosi 4,1600. Eksporter, chcąc utrzymać przychód wyrażony w złotych na poziomie 420 000 złotych, musi podnieść cenę wyrażoną w euro do 100 961 euro ($420\ 000 / 4,1600 = 100\ 961$).

Zagraniczny odbiorca nie akceptuje tej ceny, oczekując ceny 100 000 euro. Eksporter nie może się zgodzić na taką obniżkę, bo oznaczałoby to sprzedaż ze stratą – ujemną marżę handlową.

Zagraniczny kontrahent rezygnuje więc z zakupu. Eksporter nie godząc się na obniżkę ceny, uchronił się przed zrealizowaniem ujemnej marży, ale w zamian za to poniósł inny rodzaj straty – utracił klienta!

marżę handlową, jaką zaplanowano w planie budżetowym/finansowym, to cena wyrażona w euro i zaoferowana w bieżącym zamówieniu musi zostać podniesiona o niemal 1% – zgodnie z poniższym przykładem.

Widzimy więc, iż nie wystarczy zabezpieczać ryzyka w chwili otrzymania zamówienia od odbiorcy. Jeśli bowiem kurs waluty spadnie, a przedsiębiorstwo będzie chciało realizować dodatnie marże, podnosząc cenę

wyrażoną w walucie zagranicznej, to może się okazać, iż ceny te są niekonkurencyjne i przedsiębiorstwu nie uda się zrealizować planu sprzedaży przyjętego w budżecie i planie finansowym.

Dlatego też, aby uchronić się przed tego typu sytuacją, należy rozpocząć zarządzanie ryzykiem już na etapie planowania sprzedaży i budżetowania.

Przedstawiony opis wskazuje, iż ryzyko kursowe przejawia się w różnej formie na każdym etapie prowadzenia działalności gospodarczej – od chwili planowania przepływów walutowych oraz denominowanych aż do chwili zamiany waluty na rynku kasowym.

Każdy moment jest dobry, by zacząć zarządzać ryzykiem, jednak im wcześniej przedsiębiorstwo rozpocznie odpowiednie działania z tym związane, tym lepszy osiągnie efekt, tym mniej będzie narażone na ryzyko.

Innych narzędzi i metod należy używać do zarządzania ryzykiem na końcowym etapie rozwoju ryzyka, innych narzędzi i metod należy używać na etapie planowania, z jeszcze innych należy korzystać na etapie składania zamówień i wystawiania faktur.

Nie ma jednego uniwersalnego instrumentu finansowego, który byłby wystarczającym narzędziem do zabezpieczania każdego typu ryzyka.

14. Cel zarządzania ryzykiem kursu walutowego – podejście memoriałowo-księgowe oraz podejście kasowe

W poprzednich rozdziałach przedstawiłem przykłady zdarzeń gospodarczych, które wywołują ryzyko kursowe w procesie gospodarczym firm. Ryzyko to może objawiać się w różny sposób. Zwróciłem także uwagę, iż jedne firmy wcale nie przykładają wagi do zarządzania ryzykiem, inne zaś starają się w jakiś sposób ryzyko takie ograniczyć. Firmy, które zarządzają ryzykiem, robią to w bardzo różnorodny sposób. Jedne zwracają baczną uwagę na **księgowe różnice kursowe** i starają się, aby różnice te były jak najbardziej zbliżone do wartości zero. Inne zaś firmy baczniejszą uwagę zwracają na ochronę **marż handlowych**.

Które podejście jest lepsze? Skupiające uwagę na aspekcie księgowym? Czy też może skupiające uwagę na aspekcie kasowym?

Księgowe różnice kursowe odnoszą się jedynie do zdarzeń gospodarczych, które rozliczane są w walucie „czystej”, czyli nie dotyczą rozliczeń dokonywanych za pomocą faktur denominowanych. Z lektury poprzednich rozdziałów wiemy natomiast, iż bardzo często w procesie gospodarowania występują rozliczenia denominowane, które generują ryzyko kursowe w podobny sposób, jak rozliczenia przeprowadzane za pomocą faktur czystych walutowych.

Oznacza to, iż skupianie uwagi jedynie na księgowych różnicach kursowych jest niewystarczające.

Nawet gdyby przedsiębiorstwo nie stosowało żadnych rozliczeń denominowanych, lecz jedynie rozliczenia czyste walutowe, to i tak różnice kursowe w ujęciu księgowym nie odzwierciedlałyby prawdziwego oblicza firmy i jej standingu finansowego. Może się bowiem zdarzyć, iż firma będzie zawsze realizować dodatnie różnice kursowe, a mimo to z powodu zmieniającego się kursu walutowego będzie realizować ujemne marże handlowe i tym samym firma taka nie będzie generować dodatniego przepływu gotówki. Za chwilę przedstawię tego typu sytuację.

Najpierw odpowiedzmy na pytanie – kiedy pojawiają się dodatnie, a kiedy ujemne różnice kursowe w ujęciu księgowym?

Ograniczmy rozważania jedynie do umów sprzedaży towarów i usług realizowanych przez eksportera, którym towarzyszyć będą faktury czyste walutowe oraz zapłata w walucie zagranicznej.

Opis różnic kursowych występujących u importera pominię.

W przypadku eksportera różnice kursowe pojawiają się w dwóch przypadkach:

1. Jeśli kurs faktury wystawionej przez eksportera jest inny, niż kurs, przy jakim waluta od zagranicznego odbiorcy wpłynie na rachunek eksportera. Przy czym kurs faktury jest kursem średnim ustalonym przez NBP w dniu poprzedzającym wystawienie faktury.
2. Jeśli kurs sprzedaży waluty jest inny niż kurs NBP z dnia wejścia waluty na rachunek eksportera (przelew od zagranicznego odbiorcy).

Dotądnie różnice kursowe pojawiają się wtedy, jeśli eksporter wystawi fakturę po kursie niższym (na przykład po kursie EUR/PLN = 4,1000), a waluta od zagranicznego odbiorcy wpłynie na rachunek eksportera po kursie wyższym (na przykład po kursie 4,1500).

To dopiero pierwszy składnik różnic kursowych. Znaczenie ma jeszcze moment zamiany waluty na złote.

Dotądnie różnice kursowe pojawiają się, jeśli waluta wpłynie na rachunek po kursie niższym (na przykład po kursie EUR/PLN = 4,1000), eksporter sprzeda walutę po kursie wyższym (na przykład po kursie EUR/PLN = 4,1500).

Dopiero zsumowanie tych dwóch czynników da nam końcową wysokość różnic kursowych.

Prześledźmy ciekawy przykład, w którym firma notuje ujemną rentowność, lecz wykazuje dodatnie różnice kursowe.

Przykład 19

Firma eksportująca za granicę przyjęła zamówienie od francuskiego odbiorcy. Strony transakcji ustaliły cenę oraz wolumen towaru tak, iż całkowita kwota zapłaty wyniesie 100 000 euro. Eksporter zrealizuje zamówienie w ciągu 30 dni i wystawi wtedy fakturę. Odbiorca będzie miał 60 dni na zapłacenie za tę fakturę. W chwili ustalania warunków umowy kurs EUR/PLN wynosił 4,3000. Eksporter mógł w tym momencie zabezpieczyć ryzyko kursowe, sprzedając forward po kursie terminowym 4,3500 (dodano 5 groszy punktów swapowych do bieżącego kursu spot) i tym samym zagwarantować sobie przychód ze sprzedaży w wysokości 435 000 złotych. Pozwoliłoby to eksporterowi zrealizować 15 000 złotych marży handlowej, gdyż koszty wytworzenia i sprzedaży zostały skalkulowane na poziomie 420 000 złotych.

Eksporter nie zabezpiecza jednak ryzyka kursowego na etapie przyjęcia zamówienia, gdyż zwraca jedynie uwagę na księgowo różnice kursowe. Dopóki nie wystawi faktury, uznaje, iż ryzyka kursowego nie ma.

Mija 30 dni i eksporter wystawia fakturę zagranicznemu odbiorcy. W dniu wystawienia faktury obowiązuje kurs NBP EUR/PLN ustalony na dzień wcześniej na poziomie 4,1000. Eksporter widząc, iż zawarcie transakcji forward po obecnym kursie terminowym 4,1300 (3 grosza punktów swapowych dodanych do kursu spot) oznaczałoby zrealizowanie dodatknych różnic kursowych w kwocie 3 000 złotych, postanawia natychmiast zabezpieczyć ryzyko i sprzedać 2-miesięczny forward.

Mijają 2 miesiące i zagraniczny odbiorca dokonuje przelewu na rachunek eksportera. Waluta wpływa w dniu, gdy obowiązuje kurs 4,1200 EUR/PLN. Eksporter wykonuje posiadany kontrakt forward i zamienia euro na złote po kursie 4,1300 realizując dodatnie różnice kursowe. Nie zdaje sobie sprawy, iż w tym samym momencie zrealizowana została ujemna marża handlowa w wysokości 7 000 złotych (przychód ze sprzedaży 413 000 złotych, podczas gdy próg opłacalności sprzedaży wynosił 420 000 złotych).

Czyż to nie absurd? Przedsiębiorstwo każdą kolejną sprzedaż eksportową realizuje poniżej kosztów wytworzenia, a mimo to osiąga dodatnie różnice kursowe, od których jeszcze musi zapłacić podatek.

A teraz dla kontrastu przykład, w którym eksporter realizuje ujemne różnice kursowe i jednocześnie dodatnią zaplanowaną marżę handlową.

Przykład 20

Eksporter wyliczył progowy kurs EUR/PLN opłacalności eksportu na poziomie 4,2000. W chwili otrzymania zamówienia od zagranicznego odbiorcy kurs EUR/PLN wynosił 4,3500. Zagraniczny kontrahent kupił towar o wartości 100 000 euro i taką też kwotę wpisze na fakturze eksporter w dniu, gdy zrealizuje zamówienie. Eksporter natychmiast zabezpiecza ryzyko kursowe sprzedając 3-miesięczny forward EUR/PLN po kursie 4,4000 (5 groszy dodane do kursu spot), gdyż pozwala mu to zrealizować już teraz marżę handlową na poziomie 20 000 złotych.

2 miesiące później eksporter wysłał towar za granicę i jednocześnie wystawia fakturę. W dniu wystawienia faktury obowiązuje kurs EUR/PLN wynoszący 4,5000.

Miesiąc później zagraniczny odbiorca przelewa na konto eksportera kwotę 100 000 euro, a ten wykonywa forward i zamienia euro na złote po kursie 4,4000, uzyskując 440 000 złotych.

Eksporter realizuje jednak ujemne różnice kursowe w wysokości 10 000 złotych, gdyż kurs, po jakim zamienił euro na złote był o 10 groszy niższy niż kurs, po jakim wystawił fakturę.

I znowu pojawia się pytanie – który przypadek jest bardziej korzystny dla eksportera? Czy ten, gdy ze sprzedaży towarów uzyskał 440 000 złotych (realizując ujemne różnice kursowe)? Czy też ten, gdy ze sprzedaży tego samego wolumenu towaru uzyskuje jedynie 413 000 złotych (realizując dodatnie różnice kursowe)?

Odpowiedź księgowego: „Oczywiście sytuacja pierwsza jest korzystniejsza, gdyż firma zanotowała dodatnie różnice kursowe”.

Odpowiedź menedżera: „Oczywiście sytuacja druga jest korzystniejsza i to z dwóch powodów: do firmy wpłynęło więcej złotych ze sprzedaży towaru i na dodatek nie zapłaciła podatku od różnic kursowych”.

Punkt widzenia zależy więc od miejsca siedzenia

W kolejnych rozdziałach skupię uwagę jedynie na **kasowym zarządzaniu ryzykiem**. Przedstawię metody zabezpieczenia ryzyka krótkoterminowego, średnioterminowego oraz długoterminowego. Przykłady, które zostały już omówione we wcześniejszych rozdziałach, teraz będą zaprezentowane w skróconej formie. Przykłady bardziej skomplikowane, które do tej pory nie zostały omówione, będą bardziej rozbudowane.

Z uwagi na fakt, iż nie każdy typ ryzyka można zabezpieczyć za pomocą kontraktu forward, potrzebne jest zapoznanie się z zasadą działania innych instrumentów finansowych – takich jak pojedyncze opcje walutowe oraz konstrukcje złożone z większej liczby opcji.

15. Ekspozycja walutowa brutto i netto – zasady obliczania, interpretacji

We wcześniejszych rozdziałach omówione zostały metody zabezpieczania ryzyka kursowego występującego w zdarzeniach gospodarczych bądź to po stronie przychodowej, bądź też po stronie kosztowej. Przedstawiono modelowe zasady postępowania w sytuacji, gdy przychody wyrażone są w walucie obcej (przychody czyste walutowe lub denominowane), natomiast koszty wyrażone są w złotych.

W praktyce zdarzenia gospodarcze są jednak bardziej złożone. Przedsiębiorstwa bardzo często narażone są jednocześnie na ryzyko kursowe dla strony przychodowej oraz na ryzyko kursowe strony kosztowej.

Eksporter sprzedający swoje wyroby za granicę i uzyskujący przychody walutowe może zaopatrywać się w surowce, półprodukty, których ceny wyrażone są w walucie zagranicznej i w ten sposób ponosząc koszty walutowe.

Jeśli przedsiębiorstwo w procesie gospodarczym w określonym przedziale czasu uzyskuje przychody wyrażone w walucie obcej i jednocześnie ponosi koszty wyrażone w walucie obcej, to jest ono narażone na ryzyko kursowe dwustronne, czyli może tracić na skutek wahań kursu walutowego zarówno przy wzroście kursu waluty zagranicznej, jak też przy spadku kursu waluty zagranicznej.

W takiej sytuacji całkowita ekspozycja na ryzyko kursowe jest sumą dwóch ryzyk: ryzyka strony przychodowej oraz ryzyka strony kosztowej. Taka całkowita ekspozycja na ryzyko nosi nazwę **ekspozycji brutto**.

Ekspozycja walutowa brutto eksportera to suma przychodów wyrażonych w walucie zagranicznej (eksportowych wyrażonych w walucie obcej oraz przychodów denominowanych realizowanych w Polsce), a także kosztów wyrażonych w walucie zagranicznej (zarówno kosztów walutowych czystych, jak też denominowanych).

Wiele przedsiębiorstw, które ponoszą koszty walutowe i jednocześnie uzyskują przychody wyrażone w walucie obcej wychodzi z założenia, iż prawdziwa ekspozycja na ryzyko kursowe nie powinna być wyznaczana jako suma obydwu wielkości, lecz jako różnica pomiędzy przychodami i kosztami walutowymi. Gdy przedsiębiorstwo wylicza taką różnicę i tak otrzymaną wielkość uznaje jako ekspozycję na ryzyko kursowe, to wielkość taką nazywamy **ekspozycją walutową netto**.

Przykład 21

Przedsiębiorstwo sprzedaje swoje wyroby do Niemiec, uzyskując z tego tytułu przychody w euro, które w skali 12 miesięcy wynoszą 1 000 000 euro. W tym samym czasie przedsiębiorstwo dokonuje zakupu różnego rodzaju produktów, usług potrzebnych do realizowania własnej produkcji, których ceny wyrażone są w walucie zagranicznej. W okresie 12 miesięcy koszty walutowe (czyste oraz denominowane) wynoszą 500 000 euro. Pozostałe przychody ze sprzedaży krajowej oraz koszty wyrażone są w złotych, a na ich wysokość nie ma wpływu zmieniający się kurs waluty.

Jaka jest ekspozycja brutto na ryzyko kursowe w okresie 12 miesięcy?

Jaka jest ekspozycja netto w tym okresie?

Które ryzyko przeważa? Ryzyko spadku kursu EUR/PLN czy może ryzyko wzrostu kursu EUR/PLN?

Wyznaczmy ekspozycję brutto = 1 000 000 euro (przychody) + 500 000 euro (koszty) = 1 500 000 euro w okresie 12 miesięcy.

Wyznamy ekspozycję netto = 1 000 000 euro (przychody) – 500 000 euro (koszty) = 500 000 euro w okresie 12 miesięcy.

Z uwagi na fakt, iż w zadanym przedziale czasu przychody walutowe przeważają nad kosztami walutowymi, przedsiębiorstwo w większym stopniu narażone jest na ryzyko spadku kursu EUR/PLN. Mówi się, że przedsiębiorstwo jest „eksporterem netto”.

Należy jeszcze wspomnieć, iż czasami przedsiębiorstwa mają do czynienia z więcej niż jedną walutą zagraniczną. Wtedy określenie stopnia narażenia na ryzyko kursowe jest bardziej skomplikowane. W tym wydaniu Poradnika pominąłem tego typu zagadnienia.

16. Modele zabezpieczania ryzyka kursowego ze względu na rodzaj ekspozycji walutowej

W praktyce wyróżnia się dwie metody zarządzania ryzykiem kursowym pod względem stopnia narażenia na ryzyko:

1. metodę zarządzania ryzykiem netto,
2. metodę zarządzania ryzykiem brutto.

Każda z wymienionych metod ma swoje zalety i wady.

Zaletą modelu netto jest to, iż:

- ✓ nominal transakcji zabezpieczających jest mniejszy, a co za tym idzie mniejsze są koszty transakcyjne,
- ✓ firma zarządzająca ryzykiem netto potrzebuje mniejszych limitów skarbowych (udzielonych przez bank) oraz mniejszych depozytów zabezpieczających (wpłaconych na rachunek u brokera) do realizacji transakcji terminowych.

Wadą modelu netto jest to, iż:

- ✓ można go stosować wyłącznie do czystych przepływów walutowych, kompensując przychody i koszty w danej walucie,
- ✓ komplikuje proces korzystania z posiadanych zabezpieczeń,
- ✓ wymusza na przedsiębiorstwie przetrzymywanie waluty zagranicznej na rachunku bankowym przez dłuższy okres, a co za tym idzie powoduje konieczność utrzymywania większej płynności złotówkowej,
- ✓ nie nadaje się do stosowania w sytuacji, gdy w procesie gospodarczym pojawiają się rozliczenia denominowane,
- ✓ nie nadaje się do stosowania, gdy w kolejnych okresach zmienia się kierunek ekspozycji walutowej, czyli gdy w jednych okresach przedsiębiorstwo narażone jest na ryzyko spadku kursu waluty obcej, a w innych okresach narażone jest na ryzyko wzrostu kursu waluty obcej,
- ✓ wymaga bardzo dokładnego zaplanowania kosztów i przychodów walutowych w wąskich przedziałach czasu.

W przypadku zarządzania ryzykiem w modelu brutto zaletą jest to, iż:

- ✓ każdy zaplanowany przepływ walutowy jest zabezpieczony oddzielnie, dzięki czemu w księgach finansowych panuje większy porządek,

- ✓ może być stosowany zarówno do zabezpieczania czystych rozliczeń walutowych, jak też do rozliczeń denominowanych,
- ✓ korzystanie z posiadanych instrumentów zabezpieczających jest dużo prostsze niż w przypadku modelu netto,
- ✓ nie jest konieczne dokładne ustalenie wysokości kosztów i przychodów walutowych w krótkich odcinkach czasu.

Wadą zarządzania ryzykiem w modelu brutto jest to, iż:

- ✓ wymagane są wyższe limity skarbowe oraz większe depozyty zabezpieczające,
- ✓ wyższe są koszty transakcyjne z uwagi na większą ilość zawartych transakcji zabezpieczających.

Generalną zasadą jest, iż modelu netto nie można wykorzystywać w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo ma bardzo dużo rozliczeń denominowanych oraz w sytuacji, gdy moment uzyskiwania przychodów walutowych i moment ponoszenia kosztów walutowych są mocno od siebie oddalone w czasie.

Jeśli jednak w danym okresie (na przykład w danym miesiącu czy też w danym kwartale) przedsiębiorstwo będzie realizować wyłącznie rozliczenia walutowe czyste oraz dodatkowo w kolejnych po sobie następujących okresach (miesiącach, kwartałach itp.) przedsiębiorstwo cały czas utrzymuje ten sam kierunek ekspozycji na ryzyko (czyli albo cały czas narażone jest na ryzyko wzrostu kursu waluty albo przez cały czas narażone jest na ryzyko spadku kursu waluty), to stosowanie modelu zarządzania ryzykiem netto jest jak najbardziej wystarczającą metodą.

17. Opcja walutowa jako narzędzie służące do zabezpieczania ekspozycji walutowej

Przedsiębiorcy mają całą gamę instrumentów pochodnych, które mogą wykorzystywać w procesie zarządzania ryzykiem kursowym. Kontrakty forward czy futures wypierane są stopniowo przez opcje, które są instrumentami generującymi znacznie mniejsze ryzyko dla firm, które w prawidłowy sposób je wykorzystują.

Forward i futures jest instrumentem SYMETRYCZNYM pod względem praw i obowiązków spoczywających na stronach transakcji. Nabywca forwardu ma dokładnie takie same prawa i obowiązki, jak sprzedawca forwardu. Prawo nabywcy jest jednocześnie obowiązkiem sprzedawcy, zaś obowiązek nabywcy jest prawem sprzedającego.

Wyobraźmy sobie sytuację, w której dwie strony transakcji zawarły kontrakt forward po kursie 4,2000 EUR/PLN.

Wyobraźmy sobie następnie, że po pewnym czasie kurs EUR/PLN wzrósł do 4,3000. Ten kto kupił ten forward uważa, iż jego forward daje mu **PRAWO** do zakupu euro po kursie 4,2000. Ten zaś, kto taki forward sprzedał uważa natomiast, iż jego forward nakłada na niego **OBOWIĄZEK** sprzedania euro po kursie 4,2000.

Wyobraźmy sobie że kurs EUR/PLN spada z poziomu 4,3000 do poziomu 4,1000. Teraz nagle sprzedający zmienia zdanie i uważa, iż jego forward daje mu **PRAWO** sprzedać euro po kursie 4,2000, w podobny sposób nabywca forwardu również zmienia zdanie i uważa teraz, że jego forward nakłada na niego **OBOWIĄZEK** zakupu euro po kursie 4,2000.

Ciekawe jest to, iż cały czas jest to ten sam forward! Forward taki jest traktowany jako **PRAWO** w sytuacji, gdy kurs ustalony w transakcji forward jest w danym momencie korzystniejszy niż bieżący kurs rynkowy spot. Gdy zaś kurs forwardu jest mniej korzystny niż kurs bieżący na rynku spot, wtedy dostrzegamy **OBOWIĄZEK**.

Oczywistym jest, iż lepiej mieć prawa niż obowiązki. Z tym chyba każdy się zgodzi. Czy są takie instrumenty finansowe, które dają tylko prawa i żadnych obowiązków? Oczywiście są! Takimi instrumentami są opcje walutowe. Opcje walutowe działają identycznie jak polisy ubezpieczeniowe.

W umowie polisy ubezpieczeniowej mamy do czynienia z nabywcą polisy oraz sprzedającym (wystawcą) polisy. Nabywca polisy ubezpiecza siebie, płacąc wystawcy składkę ubezpieczeniową. Wystawca polisy natomiast ubezpiecza przeciwną stronę, pobierając w zamian opłatę w postaci składki ubezpieczeniowej.

Od razu pojawia się pytanie – kto bardziej ryzykuje przy umowie ubezpieczeniowej? Nabywca polisy? Czy może wystawca polisy? I znowu odpowiedź sama się nasuwa. Sprzedawca polisy ryzykuje znacznie więcej. Co prawda otrzymuje w zamian wynagrodzenie w postaci składki ubezpieczeniowej, ale jego ryzyko z tytułu wypłaty odszkodowania w razie wystąpienia szkody może być wielokrotnie wyższe niż zainkasowana składka.

Wniosek jest więc oczywisty – wystawca ubezpieczenia przejmuje na siebie ryzyko od tego, kto tego ryzyka chce się pozbyć.

Wróćmy teraz do rynku walutowego. Wiemy już, że eksporter traci wtedy, gdy kurs waluty zagranicznej spada.

Eksporter, który chce się ubezpieczyć przed spadkiem kursu waluty, powinien więc **KUPIĆ** polisę, która go przed tym ochroni. Ochrona może polegać na tym, iż:

- ✓ eksporter będzie miał prawo sprzedać walutę po korzystnym kursie w chwili, gdy kurs rynkowy będzie niekorzystny, albo na tym, iż
- ✓ eksporter otrzyma wypłatę odszkodowania, która to wypłata zrekompensuje mu niższy przychód ze sprzedaży waluty w chwili, gdy kurs rynkowy będzie dla niego niekorzystny.

Polisa taka nie będzie działać w sytuacji, gdy bieżący kurs waluty jest dla eksportera korzystny (wysoki). Eksporter sprzeda wtedy walutę na rynku, a polisa utraci swoją ważność. Eksporter poniesie jedynie koszt zakupu polisy.

Polisa dla eksportera ma swoją nazwę: **opcja sprzedaży** lub bardziej popularną nazwę **opcja PUT**. Za chwilę wyjaśnię zasadę działania opcji **PUT**.

18. Zasada działania opcji PUT przy zarządzaniu ryzykiem eksportera

Opcja PUT jest to instrument finansowy, który daje prawo nabywcy tej opcji sprzedać walutę po cenie nie niższej niż cena **wykonania opcji (lub inaczej STRIKE)**. Natomiast na wystawcę opcji nakłada obowiązek kupna waluty po cenie wykonania opcji. Nabywca zawsze decyduje, czy chce wykonać swoje prawo, czy też z tego prawa nie chce skorzystać. Przykładowo opcja PUT EUR/PLN 4,3000 daje nabywcy opcji prawo do sprzedaży euro po kursie nie niższym niż 4,3000, natomiast na wystawcę nakłada obowiązek kupna euro po kursie 4,3000.

Nabywca skorzysta z tego prawa tylko wtedy, gdy bieżący kurs EUR/PLN będzie niższy niż 4,3000. Nabywca opcji PUT **WYKONA** wtedy swoje prawo i zażąda od wystawcy, aby ten kupił wywiązał się z obowiązku i kupił walutę po kursie 4,3000.

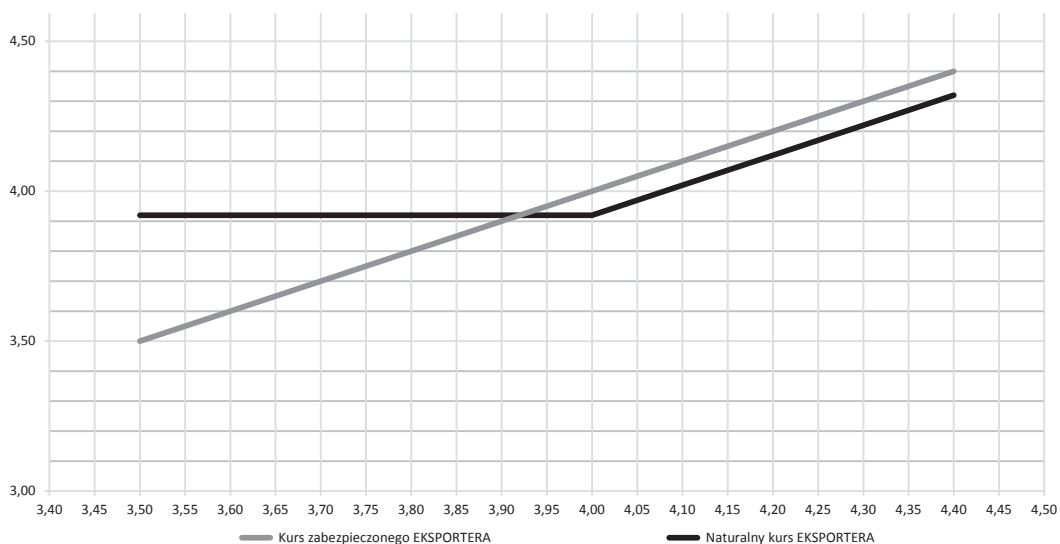
Nabywca nie skorzysta ze swojego prawa i nie wykona opcji w sytuacji, gdy kurs EUR/PLN będzie wyższy niż 4,3000. Nabywca sprzeda bowiem wtedy euro na rynku, korzystając z wyższego kursu. Natomiast opcja PUT zostanie niewykorzystana.

W umowie opcji PUT strony transakcji muszą ustalić kilka parametrów:

1. Nominał opcji – czyli sumę ubezpieczenia. Nominał opcji określa, jaką kwotę waluty będzie można zamienić na złote po kursie wykonania opcji.
2. Kurs wykonania opcji – czyli kurs, po jakim strony transakcji wymienią się walutą w sytuacji, gdy nabywca zechce opcję wykonać. Kurs wykonania nosi miano **STRIKE**.
3. Czas ważności opcji – na przykład czy ubezpieczenie ma trwać 1 miesiąc czy może 3 miesiące, a może 12 miesięcy?
4. Typ opcji – czy będzie to opcja typu amerykańskiego⁹ czy europejskiego¹⁰?
5. Cenę opcji – czyli opłatę na rzecz wystawcy. Cena opcji nazywana jest też **PREMIĄ** opcyjną.

Na schemacie 3 przedstawiono jaki kurs wymiany euro na złote uzyska nabywca opcji PUT w zależności od tego, jaki kurs EUR/PLN będzie w chwili wymiany euro na złote.

Schemat 3. Kurs wymiany euro na złote przy użyciu opcji PUT



Z tego schematu wynika, iż kurs wykonania opcji (STRIKE) wynosi 4,0000 EUR/PLN. Opcja ta kosztowała 9 groszy (900 punktów).

Czarna linia oznacza efektywny kurs wymiany euro na złote dla posiadacza opcji PUT. Jeśli w dniu wymiany euro kurs EUR/PLN będzie na przykład na poziomie 3,6000, to posiadacz opcji PUT wykona ją i zamieni euro na złote po kursie 4,0000. Po odjęciu kosztu zakupu tej opcji (9 groszy) kurs efektywny wymiany wyniesie 3,9100. Gdyby natomiast w dniu wymiany euro kurs EUR/PLN wynosił 4,3000, to posiadacz opcji PUT nie wykona opcji, lecz zamieni euro po rynkowym kursie 4,3000. Po odliczeniu kosztu nabycia opcji (9 groszy) efektywny kurs wymiany wyniesie 4,2100. Gdyby kurs EUR/PLN wzrósł do 5,0000, to wtedy efektywny kurs wymiany wyniesie 4,9100.

Oznacza to, że maksymalny kurs wymiany euro na złote może być dowolnie wysoki. Natomiast minimalny kurs wymiany nie będzie niższy niż 3,9100.

⁹ Opcja typu amerykańskiego daje nabywcy opcji prawo wykonania w dowolnym dniu ważności opcji.

¹⁰ Opcja typu europejskiego daje nabywcy opcji prawo wykonania tylko w dniu, gdy opcja traci ważność (w dniu wygasania opcji).

Widzimy więc, iż nabywca opcji ryzykuje tylko tym, iż zapłaci wystawcy premię opcyjną (koszt zakupu opcji). Wystawca opcji natomiast ryzykuje tym, że otrzymana premia opcyjna nie pokryje kosztów ewentualnej wypłaty odszkodowania.

Z wypłatą odszkodowania mamy do czynienia wtedy, gdy nabywca opcji zamiast ją wykonać, postanowi się odsprzedać!

Przykład 22

Eksporter posiada opcje PUT 4,3000, za którą zapłacił 9 groszy premii. Nominał opcji wynosi 100 000 euro. Po kilku miesiącach kurs EUR/PLN spada do poziomu 3,9000. Eksporter postanawia odsprzedać posiadaną opcję. Cena tej opcji wynosi teraz 40 groszy. Eksporter uzyska więc kwotę 40 000 złotych z tytułu odsprzedania opcji. Po odjęciu kosztu zakupu opcji (9 000 złotych), ostateczny zysk z odsprzedania opcji wyniesie 31 000 złotych. Wystawca opcji jest zmuszony wypłacić eksporterowi kwotę 40 000 złotych, a ponieważ wcześniej pobrał on od eksportera 9 000 złotych premii, ostateczna strata dla wystawcy wyniosła 31 000 złotych.

Eksporter może teraz sprzedać 100 000 euro (jeśli faktycznie posiada euro, które chce sprzedać) po bieżącym kursie 3,9000, uzyskując ze sprzedaży kwotę 390 000 złotych. Po doliczeniu zysku z odsprzedania opcji PUT (31 000 złotych) łączny przychód eksportera wyniesie 421 000 złotych. Taki sam przychód uzyskałby eksporter, gdyby wykonał opcję PUT i wymienił euro po kursie 4,3000.

W powyższych przykładach operowano ceną opcji. Raz wynosiła ona 9 groszy, innym razem ta sama opcja kosztowała 40 groszy. Co powoduje, że cena opcji się zmienia? Jakie czynniki kształtują cenę opcji?

19. Jakie czynniki wpływają na wysokość ceny opcji PUT i CALL?

W poprzednim rozdziale przedstawiono istotę działania opcji PUT (których używają eksporterzy) oraz opcji CALL (używanych przez importerów) – instrumentów służących do ubezpieczania ryzyka kursu walutowego.

W podanych tam przykładach wskazano, iż nabywca opcji (czyli ubezpieczający siebie) płaci wystawcy opcji (czyli dla ubezpieczyciela) kwotę (premię) będącą odpowiednikiem składki ubezpieczeniowej. Kwota ta stanowi cenę opcji.

Cena opcji zależy od kilku czynników:

1. Im większe prawdopodobieństwo zaistnienia szkody (i tym samym konieczności wypłacenia odszkodowania przez wystawcę opcji na rzecz nabywcy opcji), tym wyższa cena opcji.
2. Im większa szkodowość, tym wyższe ceny polis ubezpieczeniowych. W przypadku rynku walutowego szkodowość jest odpowiednikiem zmienności kursu walutowego. Czyli im mocniej i częściej zmienia się kurs EUR/PLN, tym większa zmienność, czyli droższe ubezpieczenia, a więc wyższe ceny opcji CALL i PUT.
3. Im dłuższy czas trwania ubezpieczenia, tym cena ubezpieczenia wyższa. Czyli ubezpieczenie ważne rok będzie droższe niż ubezpieczenie ważne pół roku. Ubezpieczenie półroczne będzie droższe niż ubezpieczenie 1-miesięczne itd. Odnosi się to zarówno do opcji CALL, jak też do opcji PUT. Zależność ta nie jest jednak liniowa. Cena opcji rocznej wcale ni musi być dwa razy większa niż cena opcji półrocznej.

4. Im większa różnica pomiędzy oprocentowaniem walut (np. oprocentowaniem dla euro i oprocentowaniem dla złotego), tym większa różnica pomiędzy ceną opcji CALL i ceną opcji PUT. W sytuacji, gdy stopy procentowe dla złotego są wyższe niż stopy procentowe dla euro, opcje CALL są droższe niż opcje PUT. Gdyby stopy procentowe w Polsce były niższe niż stopy procentowe dla euro, to wtedy ceny opcji PUT byłyby wyższe niż ceny opcji CALL.

Przedstawiłem cztery najważniejsze czynniki wpływające na wysokość ceny opcji CALL i PUT. Oprócz nich, jest jeszcze wiele innych czynników o mniejszym znaczeniu, ale które również w jakimś stopniu wpływają na cenę.

Przejdźmy teraz do przeanalizowania przykładowych cen opcji CALL i PUT, jakie obowiązywały w konkretnym dniu (15 października 2012 roku).

W poniższej tabeli przedstawione zostały ceny opcji CALL i PUT, które miały miejsce w chwili, gdy na rynku spot kurs EUR/PLN notowany był na poziomie 4,1000.

Tabela 3. Ceny 3-miesięcznych opcji PUT i CALL (kurs spot EUR/PLN 4,1000) 15 października 2012 roku.

	CALL			PUT			
	STRIKE	bid	ask	bid	ask	STRIKE	
FOTM	4,50	111	182	4030	4040	4,50	DITM
FOTM	4,40	192	263	3002	3013	4,40	DITM
FOTM	4,30	321	398	2033	2075	4,30	DITM
OTM	4,20	538	608	1170	1230	4,20	ITM
ATM	4,10	942	1012	517	587	4,10	ATM
ITM	4,00	1607	1677	160	233	4,00	OTM
DITM	3,90	2475	2545	29	102	3,90	FOTM
DITM	3,80	3436	3506	1	72	3,80	FOTM
DITM	3,70	4424	4494	0	71	3,70	FOTM

W tabeli podano ceny opcji, które zabezpieczają przed ryzykiem przez okres 3 miesięcy od chwili obecnej, czyli data wygasania opcji to dzień 15 stycznia 2013 roku. Przez okres od 15 października 2012 do 15 stycznia 2013 opcje takie stanowią ubezpieczenie przed ryzykiem kursowym.

Z lewej strony tabeli podano ceny opcji CALL, natomiast z prawej strony tabeli podano ceny opcji PUT. Cenę każdej opcji podano jako kwotowanie dwustronne BID/ASK wyrażone w punktach. Po cenie ask opcję można kupić, natomiast po cenie bid opcję można sprzedać.

Przykładowo w pierwszym wierszu cena opcji CALL 4,50 wynosi 111/182. Oznacza to, iż jeśli chcemy taką opcję kupić, to musimy zapłacić cenę 182 punktów. Jeśli natomiast chcemy taką opcję sprzedać, to otrzymamy zapłatę 111 punktów. Wiemy już, że 100 punktów stanowi 1 grosz na każdym euro. Czyli cena 182 punktów to to samo co 1,82 grosza za każde euro.

Jeśli opcja opiewa na nominal 100 000 euro, to jej cena zakupu wyrażona w złotych wynosi 1 820 złotych.

Nabywca takiej opcji o nominale 100 000 euro zapłaci kwotę 1 820 złotych na rzecz wystawcy opcji. W zamian za tę opłatę nabywca będzie miał prawo kupić 100 000 euro po kursie 4,5000. Oczywiście z prawa tego skorzysta tylko wtedy, gdy kurs spot EUR/PLN w dniu zakupu euro będzie wyższy niż 4,5000.

Co w takim razie oznacza cena 111 punktów – jako cena BID?

Po cenie 111 punktów opcję taką można w danej chwili odsprzedać komuś innemu. Jeśli posiadacz opcji CALL 4,50 postanowi ją odsprzedać, to uzyska 111 punktów, czyli 1,11 grosza za każde euro nominalu. Jeśli nominal opcji CALL wynosiłby 500 000 euro, to z odsprzedania takiej opcji będzie można uzyskać kwotę 5 550 złotych.

W kolumnie zatytułowanej **STRIKE** określono cenę wykonania opcji. Przykładowo opcja CALL 4,50, to taka opcja, która dla nabywcy opcji daje prawo **kupić** euro po kursie 4,5000. Opcja PUT 4,50 natomiast to taka opcja, która nabywcy tej opcji daje prawo **sprzedać** euro po kursie 4,5000.

W skrajnych kolumnach znajdują się określenia FOTM, OTM, ATM, ITM oraz DITM.

Są to umowne oznaczenia opcji walutowych, które ułatwiają komunikowanie się nabywców i sprzedawców opcji.

Wyjaśniam znaczenie tych określeń:

FOTM – far-out-the-money, czyli daleko poza pieniądzem.

Opcja FOTM to taka opcja, której cena wykonania (STRIKE) jest bardzo oddalona od bieżącego kursu waluty. Jeśli przykładowo w danym momencie kurs spot EUR/PLN wynosi 4,1000, to opcja CALL z ceną wykonania 4,50 nosi miano opcji daleko poza pieniądzem. Kurs EUR/PLN musiałby bowiem wzrosnąć aż o 40 groszy, aby posiadacz opcji chciał z niej skorzystać.

W przypadku opcji PUT opcją FOTM jest taka opcja, której kurs wykonania wynosi 3,70. Kurs euro musiałby spaść aż o 40 groszy, aby jej posiadacz zechciał z niej skorzystać.

Warto zwrócić uwagę, że opcje FOTM są bardzo tanie. Często nazywane są opcjami „groszowymi” z uwagi na bardzo niską ich cenę.

Przyjmuje się zasadę, iż jeśli kurs wykonania opcji jest oddalony od bieżącego kursu spot pary walutowej o więcej niż 20 groszy, to opcja taka jest już opcją FOTM.

Gdy odległość ceny wykonania opcji od bieżącego poziomu notowań waluty jest mniejsza niż 20 groszy, to opcja taka nazywa się opcją **OTM**.

OTM –out-the-money, czyli poza pieniądzem. Opcje OTM są nieco droższe od opcji FOTM.

ATM –at-the-money, czyli przy pieniądzu. Opcje ATM droższe od opcji OTM oraz od opcji FOTM.

Opcje ATM stanowią szczególny rodzaj opcji. Cena wykonania opcji jest taka sama, jak bieżący kurs wymiany waluty.

Jeśli w danym momencie kurs EUR/PLN wynosi 4,1000, to opcja CALL 4,10 nosi miano opcji ATM. Podobnie opcja PUT 4,10 nosi miano opcji ATM.

Opcje ATM są drogie zarówno pod względem nominalnym, jak też pod względem efektywnego kosztu ubezpieczenia. Nie należy takich opcji kupować! Będę o tym jeszcze szczegółowo wspominać w dalszej części Poradnika.

Kolejnym typem opcji są opcje ITM.

ITM –in-the-money, czyli w pieniądzu. Opcje ITM są nieco droższe od opcji ATM pod względem ceny nominalnej. Jak się jednak zaraz przekonamy, efektywny koszt ubezpieczenia z zastosowaniem tych opcji jest niższy niż w przypadku opcji ATM.

Opcja jest opcją ITM, jeśli posiadaczowi opcji opłaca się z niej skorzystać.

Przykładowo, jeśli w danym momencie kurs EUR/PLN wynosi 4,1000 i importer posiada opcję CALL 4,00, to może z niej skorzystać i zażądać od wystawcy opcji, aby ten sprzedał mu euro po kursie 4,0000. Importer wykonując swoje prawo, kupi więc euro 10 groszy taniej (po kursie 4,0000) niż aktualny kurs rynkowy EUR/PLN (4,1000).

W analogiczny sposób, jeśli w danym momencie kurs EUR/PLN wynosi 4,1000 i eksporter posiada opcję PUT 4,20, to może z niej skorzystać i zażądać od wystawcy opcji, aby ten kupił od niego euro po kursie 4,2000. Eksporter, wykonując swoje prawo sprzeda więc euro 10 groszy drożej (po kursie 4,2000) niż aktualny kurs rynkowy EUR/PLN (4,1000).

DITM –deep-in-the-money, czyli głęboko w pieniądzu. Opcje DITM są znacznie droższe od opcji ATM pod względem ceny nominalnej. Jak się jednak zaraz przekonamy, efektywny koszt ubezpieczenia przy zastosowaniu tych opcji jest najniższy spośród wszystkich innych opcji. Właśnie takie opcje należy kupować w celu ubezpieczenia ryzyka.

Warto zwrócić uwagę na to, jak kształtują się ceny opcji w powyższej tabeli. Im wyższy kurs wykonania opcji CALL, tym ich ceny są niższe. Opcje FOTM są tańsze od opcji OTM. Najdroższe są opcje DITM. Pamiętać jednak należy, iż są to ceny NOMINALNE. Nie należy mylić ceny nominalnej opcji oraz efektywnego kursu zabezpieczenia, który wynika z zastosowania danej opcji.

Warto jeszcze zwrócić uwagę na cenę opcji ATM. Opcje CALL 4,10 są niemal dwa razy droższe niż opcje PUT ATM. To efekt działania czynników, o których wspominałem wcześniej przy omawianiu czynników wpływających na cenę opcje.

W przypadku opcji PUT FOTM ceny są bliskie zeru po stronie BID. Oznacza to, iż nikt nie złożył zlecenia na zakup takich opcji. Posiadacz takich opcji natomiast próbuje je sprzedać po cenie 71 punktów.

20. Jak wyznaczyć efektywny kurs zabezpieczenia przy użyciu opcji walutowej?

Z przykładów zawartych w poprzednim rozdziale wynika, iż aby wyznaczyć efektywny kurs zakupu waluty, trzeba do ceny wykonania opcji CALL dodać koszt zakupu tej opcji.

Natomiast aby wyznaczyć efektywny kurs sprzedaży waluty, trzeba od ceny wykonania opcji PUT odjąć koszt jej zakupu.

Kurs efektywny zabezpieczenia przy transakcji opcyjnej – jest to faktyczny kurs sprzedaży (w przypadku opcji PUT) bądź kupna (w przypadku opcji CALL) waluty z zastosowaniem transakcji opcyjnej.

W związku z tym kurs efektywny sprzedaży waluty przez eksportera zabezpieczającego ryzyko spadku kursu waluty zagranicznej za pomocą nabytych opcji PUT stanowi różnicę między kursem wykonania (strike) opcji PUT oraz premii opcyjnej.

$$KE_{\text{eksportera}} = \text{STRIKE PUT} - \text{PREMIA OPCYJNA}$$

Efektywny kurs zabezpieczenia ryzyka jest najistotniejszą kwestią przy wyborze opcji, która ma służyć zabezpieczeniu ryzyka kursowego.

Zasadą jest, iż opcje głęboko w pieniądzu zapewniają lepszy kurs wymiany (wyższy dla eksportera, który walutę musi sprzedać) niż opcje przy pieniądzu oraz opcje poza pieniądzem.

Zasadą jest także, iż im głębiej w pieniądzu jest opcja, tym lepszy kurs wymiany zostanie osiągnięty przy jej użyciu. Praktyka życiowa wskazuje, iż w zależności od tego, jak jest bieżąca sytuacja na rynku walutowym (głównie chodzi tutaj o poziom zmienności kursów walutowych), najlepiej nabywać opcję będącą od 20 do 30 groszy w pieniądzu.

W dalszych rozważaniach skupmy uwagę właśnie na takich opcjach, które są 20–30 groszy w pieniądzu.

21. Opcje głęboko w pieniądzu (DITM) – jako alternatywa wobec forwardu

W poniższej tabeli przedstawiono ceny opcji PUT głęboko w pieniądzu, dla różnych okresów ich ważności.

Tabela 4. Ceny opcji PUT DITM (kurs spot EUR/PLN 4,1000)

		3 M	6 M	9 M	12 M	18 M	2 Y	3 Y
PUT 4,30	ask	2076	2190	2285	2378	2465	2652	3071
	bid	2033	2124	2205	2282	2344	2464	2637
Kurs efektywny		4,0924	4,0810	4,0715	4,0622	4,0535	4,0348	3,9929
PUT 4,40	ask	3014	3073	3125	3184	3244	3383	3699
	bid	3002	3029	3067	3110	3148	3228	3327
Kurs efektywny		4,0986	4,0927	4,0875	4,0816	4,0756	4,0617	4,0301
FORWARD		4,1449	4,1849	4,2216	4,2563	4,3192	4,3784	4,4826

Ceny opcji PUT DITM są niemal stałe, niezależnie od czasu trwania opcji. Opcja PUT 4,40 ważna rok kosztuje 31,84 grosza, a opcja PUT 4,40 ważna 3-miesiące kosztuje 30,14 grosza. Czyli za 9 miesięcy dodatkowego okresu ubezpieczenia trzeba dopłacić 1,7 grosza. Warto tak właśnie zrobić.

Zachęcam eksporterów, aby zamiast stosowania niebezpiecznych forwardów nabywali opcje PUT głęboko w pieniądzu, gdyż jest to znacznie bezpieczniejsze narzędzie służące do zarządzania ryzykiem kursowym.

Przedsiębiorca mający w swoim portfelu opcje o dalekim terminie wygaśnięcia nie tylko dmucha na zimne i ogranicza w ten sposób ryzyko ujemnej wyceny instrumentu, lecz dodatkowo stwarza sobie dodatkowe szanse osiągnięcia korzyści w przyszłości. Jeśli bowiem w kolejnych dniach, tygodniach po nabyciu takich opcji kurs waluty zacznie zmieniać się w korzystny dla niego sposób, to przedsiębiorca taki może uzyskać lepszy, efektywny kurs wymiany waluty.

Czyli jeśli przykładowo eksporter kupi opcje PUT EUR/PLN, a następnie kurs EUR/PLN zacznie rosnąć (czyli kurs euro będzie się zmieniać w sposób korzystny dla eksportera), to eksporter taki uzyska efektywnie wyższy kurs sprzedaży waluty niż kurs, jaki pierwotnie zabezpieczał.

W przypadku sprzedanego forwardu natomiast kurs sprzedaży waluty nie ulegnie polepszeniu w takim samym scenariuszu.

Jeszcze raz przypomnę, iż **niezależnie od tego, czy eksporter zabezpieczył się opcją PUT, czy też sprzedał forward, czy też w ogóle się nie zabezpieczył przed ryzykiem rosnący kurs EUR/PLN jest dla niego scenariuszem korzystnym!**

Bardzo często jednak eksporterzy zapominają o tej zasadzie. Gdy zabezpieczą swoje ryzyko kursowe, sprzedając forward lub kupując opcję PUT, chcieliby, aby od tego momentu kurs EUR/PLN spadał, gdyż widzieliby korzyść z przeprowadzonej transakcji. Jest to oczywiście irracjonalne myślenie.

To tak, jakby kierowca, który kupił ubezpieczenie komunikacyjne celowo rozbił samochód na drzewie, uważając, iż dzięki temu wykupione ubezpieczenie okazało się przydatne!

Eksporterzy, którzy zabezpieczają ryzyko kursowe bardzo często uważają, że osiągają korzyść w sytuacji, gdy kurs waluty spada. Szerzej na ten temat wspominałem w początkowych rozdziałach Poradnika.

Przyjmijmy racjonalną tezę, iż rosnący kursu EUR/PLN jest korzystny dla eksportera, który nabył opcję PUT.

Prześledźmy teraz, jak taki eksporter może wykorzystać rosnący kurs EUR/PLN do tego, aby polepszyć (podwyższyć) efektywny kurs sprzedaży waluty.

W poniższej tabeli podano ceny 6-miesięcznych opcji PUT EUR/PLN w zależności od ceny wykonania opcji oraz od kursu spot EUR/PLN.

Tabela 5. Ceny 6-miesięcznych opcji PUT EUR/PLN w zależności od kursu spot (w groszach/1 Euro)

STRIKE		4,5	4,4	4,3	4,2	4,1	4	3,9	3,8
Kurs spot EUR/PLN	4,5	9	5	3	2	1,5	0,5	0,3	0,1
	4,4	15	9	5	3	2	1,5	1,3	1,2
	4,3	23	15	9	5	3	2	1,5	1,3
	4,2	31	23	15	9	5	3	2	1,5
	4,1	40	31	22	15	9	5	3	2
	4	50	40	31	22	14	8	4	2,5
	3,9	60	50	40	31	22	14	8	4
	3,8	70	60	50	40	31	22	14	8

W środku macierzy znajdują się ceny opcji PUT EUR/PLN wyrażone w groszach za 1 euro.

Pogrubieniem na głównej przekątnej oznaczono opcje ATM (przy pieniądzu).

Przykładowo jeśli w danej chwili kurs spot EUR/PLN wynosi 4,5000, to 6-miesięczna opcja PUT 4,50 będzie kosztować 9 groszy za każde euro. Jeśli analogicznie w danym momencie kurs spot EUR/PLN będzie na poziomie 4,4000, to po cenie 9 groszy będzie można kupić opcję PUT 4,40.

Pod główną przekątną znajdują się ceny opcji ITM oraz DITM (w pieniądzu oraz głęboko w pieniądzu), natomiast nad główną przekątną znajdują się ceny opcji OTM oraz FOTM (poza pieniądzem oraz daleko poza pieniądzem).

Zobaczymy, co się stanie, jeśli w danym momencie kurs EUR/PLN wynosi 4,1000 i eksporter kupi 6-miesięczną opcję PUT 4,30, płacąc za nią 22 grosze, a następnie kurs EUR/PLN zacznie bardzo mocno rosnąć, osiągając poziom 4,3000 kilka dni później. Cenę takiej opcji zaznaczono kursywą.

Przykład 23

W chwili, gdy kurs EUR/PLN wynosił 4,1000 eksporter zabezpieczył ryzyko kursowe, nabywając 6-miesięczną opcję PUT 4,30 po cenie 22 groszy za każde euro. Eksporter wyliczył, iż w najgorszym razie sprzeda po 6 miesiącach euro po kursie 4,0800. Eksporter sprawdził, iż gdyby sprzedał 6-miesięczny

forward, uzyskałby kurs sprzedaży waluty 4,2000 (10 groszy punktów swapowych dodanych do kursu spot 4,1000). Uznał jednak, iż zawieranie forwardu na tak długi okres jest zbyt ryzykowne. Eksporterowi wystarczy osiągnąć efektywny kurs 4,0800, aby zrealizować swoje cele.

Po zawarciu transakcji, po zapłaceniu premii opcyjnej minęło kilka dni i kurs EUR/PLN raptownie wzrósł do poziomu 4,3000.

Eksporter postanowił wykorzystać tę okazję i sprzedać euro już teraz, nie czekając 6 miesięcy. Eksporter sprzedaje euro po kursie 4,3000 i w tym momencie posiadana opcja PUT 4,10 nie jest mu już do niczego potrzebna.

Eksporter postanawia odsprzedać tę opcję na rynku. Posiadana przez niego opcja jest teraz opcją ATM (przy pieniądzu), gdyż cena wykonania opcji (4,30) jest taka sama jak bieżący kurs spot EUR/PLN. Oznacza to, że opcję tę może odsprzedać po cenie 9 groszy – czyli 13 groszy taniej niż cena, po jakiej tę opcję wcześniej nabył. Na odsprzedaniu opcji stracił więc 13 groszy.

W ostatecznym rozrachunku sprzedał euro po kursie efektywnym 4,1700, co wynika z faktu, iż do ceny sprzedaży euro (4,3000) dodał stratę poniesioną na opcji (13 groszy).

Oznacza to, iż efektywny kurs sprzedaży euro okazał się o 7 groszy wyższy niż kurs spot, jaki był w dniu zawarcia transakcji zabezpieczającej (4,1000).

Co ciekawe, gdyby do tak znacznego wzrostu kursu EUR/PLN doszło dopiero po 3 miesiącach od dnia jej nabycia i opcja miałaby jeszcze 3 miesiące ważności, to importer mógłby taką opcję odsprzedać po cenie 5 groszy.

W takiej sytuacji efektywny kurs sprzedaży waluty wyniósłby 4,0300 (kurs sprzedaży waluty na rynku spot = 4,3000 pomniejszony o 17 groszy straty na opcji PUT). Byłby to i tak o 3 grosze wyższy kurs efektywny niż kurs spot, jaki był notowany w dniu zawarcia transakcji zabezpieczającej.

Pojawia się kolejne pytanie – a jaki kurs efektywny uzyskałby eksporter opisany w powyższym przykładzie, gdyby zamiast 6-miesięcznej opcji PUT 4,30 kupił 3-miesięczną opcję PUT 4,10.

Przykład 24

W chwili, gdy kurs EUR/PLN wynosił 4,1000, eksporter postanowił zabezpieczyć ryzyko, kupując opcję PUT 4,30. Widząc cenę opcji 6-miesięcznej na poziomie 22 groszy oraz cenę opcji 3 miesięcznej na poziomie 21,5 grosza, uznał, że tańszym rozwiązaniem będzie zakup opcji 3-miesięcznej.

Kupił więc 3-miesięczną opcję CALL 4,30, płacąc 21,5 grosza. Jego efektywny kurs sprzedaży waluty w pesymistycznym scenariuszu wyniesie 4,0850. Forward 3-miesięczny dla porównania dałby kurs efektywny 4,1500 (5 groszy punktów swap dodanych do kursu spot 4,1000).

Po 3 miesiącach kurs EUR/PLN wzrósł do poziomu 4,3000. Eksporter postanowił teraz sprzedać euro po kursie 4,3000 na rynku oraz odsprzedać niepotrzebną już opcję PUT. Niestety opcja ta traci ważność następnego dnia i nikt nie chce takiej opcji kupić. Cena opcji spada do zera i ostatecznie opcja wygasa poza pieniądzem (nie została wykorzystana).

Ostateczny kurs sprzedaży waluty przez eksportera wyniósł w tym przypadku 4,0850 EUR/PLN, na co złożyło się 4,3000 kurs spot w dniu sprzedania waluty oraz 21,5 groszy straty na opcji PUT.

Przykład ten daje dużo do myślenia. Okazuje się bowiem, iż **kompletnie nie opłaca się kupować opcji PUT głęboko w pieniądzu na krótkie terminy. Jeśli spodziewany termin zapłaty od zagranicznego kontrahenta nie przekracza 1 miesiąca, to najlepszym rozwiązaniem jest sprzedaż kontraktu forward. Jeśli zaś spodziewany termin zapłaty od kontrahenta jest dalszy niż 1 miesiąc, to warto kupić opcję PUT głęboko w pieniądzu, ale z tym zastrzeżeniem, iż termin wygasania opcji powinien być przynajmniej 6-miesięczny.**

No dobrze, a co się stanie, jeśli eksporter kupi 6-miesięczną opcję PUT DITM, następnie kurs wzrośnie do poziomu równego cenie wykonania opcji przez niego posiadanej, lecz eksporter nie będzie miał w tym momencie wystarczającej kwoty waluty, aby dokonać jej sprzedaży zakupu już w tym okazyjnym momencie? Co się stanie, gdy eksporter będzie dysponował pełną kwotą waluty dopiero w chwili, gdy EUR/PLN ponownie spadnie do poziomu 4,1000?

Jest i na to sposób! Eksporter powinien w takiej sytuacji (gdy kurs EUR/PLN wzrośnie i zrówna się z ceną wykonania posiadanej przez niego opcji PUT) odsprzedać opcję PUT, która stała się opcją ATM i w to miejsce albo sprzedać forward, albo kupić nową opcję PUT głęboko w pieniądzu. W ten sposób eksporter podwyższy efektywny kurs zabezpieczenia o kilka groszy. Jeśli opcję PUT ATM zamieni na forward, to w razie dalszego wzrostu kursu EUR/PLN jego efektywny kurs sprzedaży waluty ulegnie podwyższeniu już tylko o należne punkty swapowe.

Jeśli natomiast eksporter zamieni opcję PUT ATM na nową opcję PUT DITM, to osiąga jednocześnie dwa cele:

- ✓ podwyższył kurs efektywny sprzedaży waluty już teraz,
- ✓ stworzył sobie szansę na kolejne podwyższenie kursu sprzedaży waluty w przyszłości.

Prześledźmy przykład z tym związany.

Przykład 25

Eksporter kupił 6-miesięczną opcję PUT 4,30 w chwili, gdy kurs EUR/PLN na rynku spot wynosił 4,1000. Eksporter wydał na ten cel 22 groszy premii (koszt zakupu opcji). Kurs efektywny zabezpieczenia wynosi 4,0800. Porównywalny kurs forwardu (nazywany „**benchmarkiem**”) wynosiłby 4,2000.

Dwa tygodnie później kurs EUR/PLN rośnie do 4,3000. Eksporter odsprzedał opcję PUT 4,3000 po cenie 9 groszy i w tym samym momencie kupuje nową, tym razem 5-miesięczną opcję PUT 4,50, płacąc za nią 22 groszy*.

Mijają kolejne 4 tygodnie, podczas których kurs EUR/PLN rośnie do 4,5000. Eksporter uznaje w tym momencie, że kurs EUR/PLN już dużo bardziej nie wzrośnie w kolejnych miesiącach i postanawia zastąpić posiadaną obecnie 4-miesięczną opcję PUT (po upływie 4 tygodni, czas żywotności opcji uległ skróceniu z 5 miesięcy do 4 miesięcy) na 4-miesięczny forward. Kurs forwardu wynosi 4,5600 (6 groszy punktów swap dodanych do kursu spot 4,5000). Opcję PUT 4,50 sprzedaje po cenie 7 groszy.

Policzmy ostateczny efektywny kurs sprzedaży waluty, jaki zostanie zrealizowany poprzez eksportera w dniu, gdy wykona posiadany kontrakt forward:

- ✓ sprzedana waluta po kursie forwardowym 4,5600 EUR/PLN,
- ✓ od tego należy odliczyć stratę poniesioną na pierwszej nabytej opcji PUT 4,30 (nabytej po cenie 22 groszy i odsprzedanej po cenie 9 groszy), czyli 13 groszy straty,

* 5-miesięczna opcja PUT zagłębiona 20 groszy w pieniądzu będzie miała taką samą cenę, co 6-miesięczna opcja PUT o takim samym 20-groszowym zagłębieniu w pieniądzu.

- ✓ do tego należy doliczyć stratę poniesioną na drugiej nabytej opcji PUT 4,50 (nabytej po cenie 22 groszy i odsprzedanej po cenie 7 groszy), czyli 15 groszy straty.

Ostateczny efektywny kurs sprzedaży waluty = $4,5600 - 0,1300 - 0,1500 = 4,2800$.

Kurs ten jest o 18 groszy wyższy niż kurs EUR/PLN, jaki był notowany na rynku w dniu zawarcia transakcji. Kurs ten był też o 8 groszy wyższy niż kurs forwardu, jaki mógł uzyskać eksporter w dniu zawarcia transakcji.

Eksporter, wybierając opcję PUT zamiast forward osiągnął korzyść w wysokości 8 groszy w porównaniu z transakcją forwardową oraz 18 groszy w porównaniu z kursem spot, jaki był na rynku w dniu zawarcia transakcji zabezpieczającej.

Ponownie wspomnę, iż w celu porównania efektywności różnego rodzaju instrumentów finansowych służących do zabezpieczenia ryzyka kursowego, należy wyznaczyć efektywny kurs zabezpieczenia.

W poniższej tabeli zestawiono porównanie efektywnego kursu sprzedaży waluty z zastosowaniem różnych opcji PUT.

Tabela 7. Kurs efektywny sprzedaży waluty za pomocą 6-miesięcznych opcji PUT EUR/PLN w zależności od kursu spot

STRIKE		4,5	4,4	4,3	4,2	4,1	4	3,9	3,8
Kurs spot EUR/PLN	4,5	4,41	4,35	4,27	4,18	4,085	3,995	3,897	3,799
	4,4	4,35	4,31	4,25	4,17	4,08	3,985	3,887	3,788
	4,3	4,27	4,25	4,21	4,15	4,07	3,98	3,885	3,787
	4,2	4,19	4,17	4,15	4,11	4,05	3,97	3,88	3,785
	4,1	4,10	4,09	4,08	4,05	4,01	3,95	3,87	3,78
	4,0	4,00	4,00	3,99	3,98	3,96	3,92	3,86	3,775
	3,9	3,90	3,90	3,90	3,89	3,88	3,86	3,82	3,76
	3,8	3,80	3,80	3,80	3,80	3,79	3,78	3,76	3,72

W pierwszej kolumnie podano bieżący kurs spot EUR/PLN (pogrubiona czcionka).

W środku tabeli podane są efektywne kursy sprzedaży euro w zależności od użytej opcji PUT. Przykładowo zakup opcji PUT 4,00 w chwili, gdy kurs EUR/PLN wynosi 4,0000 (czyli zakup opcji ATM) daje efektywny kurs sprzedaży euro wynoszący 3,9200 (koszt zakupu opcji wynosił 8 groszy).

Kursy są zaznaczone opcje, których użycie daje efektywny kurs sprzedaży waluty na zbliżonym poziomie, co kurs spot dostępny w dniu zawarcia transakcji zabezpieczającej.

W tym konkretnym przypadku optymalnym rozwiązaniem jest zakup opcji PUT z ceną wykonania 4,20. Opcja ta kosztuje 20 groszy i daje efektywny kurs sprzedaży euro wynoszący 4,0000, czyli dokładnie tyle samo, ile wynosi kurs spot w chwili nabycia takiej opcji.

Pojawia się teraz zasadnicze pytanie: Dlaczego eksporterzy nie stosują opcji PUT głęboko w pieniądzu do zabezpieczania ryzyka, lecz wolą sprzedawać forward?

Przyczyny są następujące:

1. Strach przed opcjami.
2. Brak wiedzy na temat tego, iż w obrocie znajdują się opcje głęboko w pieniądzu, które pozwalają zabezpieczyć ryzyko kursowe po cenie bardzo zbliżonej do kursu spot. Przedsiębiorcy zwykle dowiadują się jedynie

o istnieniu opcji OTM oraz ATM, które pomimo niższej ceny nominalnej dają znacznie gorszy kurs zabezpieczenia niż forward. Jak już wspomniałem wcześniej, opcji ATM nie należy kupować w celu zabezpieczenia ryzyka, gdyż faktycznie są one drogie i nie przynoszą oczekiwanego pożytku!

3. Brak chęci płacenia za opcję i tym samym ponoszenia kosztów nabycia ubezpieczenia. Za forward się nie płaci.
4. Chęć uzyskania wyższego kursu sprzedania waluty niż obecnie dostępny kurs na rynku spot!

To właśnie z tego powodu – z chęci podwyższenia kursu wymiany waluty na złote – polscy eksporterzy ponieśli tak dotkliwe straty pod koniec 2008 roku oraz w roku 2009. Będę jeszcze o tym wspominać w końcowej części Poradnika, opisując przyczyny upadłości wielu eksporterów, którzy zamiast kupować opcje PUT postanowili zawierać długoterminowe forwardy oraz wystawiać opcje CALL.

Wiele banków oferuje możliwość zakupu opcji bez konieczności uiszczania opłaty z góry (czyli w dniu zakupu opcji). Banki wyrażają zgodę na opłacenie opcji z dołu (czyli w dniu wygasania opcji). To tak, jakby kupić ubezpieczenie auto-casco, za które składkę ubezpieczeniową trzeba będzie zapłacić dopiero w dniu zakończenia okresu ubezpieczenia.

Należy korzystać z tego typu oferty. Dzięki temu przedsiębiorca nie angażuje własnej gotówki. Jego płynność finansowa nie ulega więc pogorszeniu.

Bank, oferując opcje z zapłatą z dołu podwyższa ich cenę w porównaniu z opcją z zapłatą z góry. Jeśli podwyższenie ceny opcji wynika z wartości pieniądza w czasie, to jest to normalne rynkowe działanie.

Przykładowo, jeśli 6-miesięczna opcja zapłacona z góry kosztuje 20 groszy i jeśli przyjmiemy 5% stopę dyskontującą wartość pieniądza w czasie, to możemy wyliczyć, ile powinna wynosić cena takiej samej 6-miesięcznej opcji zapłaconej z dołu.

5% w skali roku to w przybliżeniu tyle samo co 2,5% w skali 6 miesięcy¹¹.

Jeśli cenę 20 groszy powiększymy o 2,5%, to otrzymamy cenę 20,5 grosza. Tyle właśnie powinna kosztować opcja zapłacona z dołu, czyli pół grosza drożej niż opcja opłacona z góry.

Ubezpieczanie ryzyka średnioterminowego oraz długoterminowego za pomocą opcji PUT głęboko w pieniądzu jest znacznie bezpieczniejsze, niż wykorzystywanie do tego celu kontraktów forward.

Poniższy przykład przedstawia historię z życia wziętą dwóch eksporterów, którzy w czerwcu 2008 roku postanowili zabezpieczyć swoje ryzyko kursowe.

Przykład 26

W czerwcu 2008 roku dwaj eksporterzy A i B postanowili zabezpieczyć swoje ryzyko kursowe. W dniu tym kurs EUR/PLN wynosił 3,4000.

Każdy z eksporterów chciał zabezpieczyć nominal 1 000 000 euro.

Obydwaj eksporterzy uzyskali od banku taki sam limit skarbowy wynoszący 200 000 złotych.

Eksporter A postanowił zawrzeć kontrakt forward na 2 lata. Bank zaproponował eksporterowi kurs forward 20 groszy wyższy niż kurs spot, czyli kurs 3,6000. Celem tego eksportera było uzyskanie maksymalnie wysokiego kursu wymiany euro na złote.

¹¹ Pamiętać bowiem należy, iż mamy do czynienia z procentem składanym. Dla uproszczenia przyjmijmy jednak, iż oprocentowanie pełnego okresu jest sumą oprocentowania dwóch podokresów.

Eksporter B postanowił natomiast kupić roczne opcje PUT z ceną wykonania 3,6000, za które zapłacił 20 groszy, czyli 200 000 złotych. Bank wyraził zgodę, aby eksporter zapłacił za opcje dopiero w dniu ich wygasania. W ten sposób eksporter wykorzystał cały limit skarbowy wynoszący 200 000 złotych.

W lutym 2009 roku kurs EUR/PLN osiągnął poziom 4,9500.

Limit skarbowy eksportera A został znacząco przekroczony. Ujemna wycena posiadanych forwardów wynosiła bowiem prawie 1 500 000 złotych. Bank wezwał więc eksportera do uzupełnienia depozytu (wplacenie kaucji) w kwocie 1 300 000 złotych. Eksporter nie posiadał gotówki i nie mógł wpłacić kaucji. Zgodnie z regulaminem i umową bank zamknęła eksporterowi transakcje forward, naliczając 1 500 000 złotych straty i żądając jak najszybciej spłaty długu.

W przypadku eksportera B limit skarbowy nie został przekroczony. Cena opcji PUT 4,60 spadła co prawda do zera, ale oznaczało to jedynie ujemną wycenę w kwocie 200 000 złotych.

Eksporter B przez cały rok sprzedawał euro po cenie rynkowej, średnio po kursie 4,5000. W efekcie uzyskał przychód w wysokości 4 500 000 złotych. Na końcu ważności opcji dokonał zapłaty na rzecz banku kwoty 200 000 złotych tytułem odroczonej płatności za opcje PUT.

Widzimy, iż przewrotny eksporter B uzyskał efektywny kurs wymiany EUR/PLN wynoszący 4,3000 (4,5000 pomniejszone o 20 groszy kosztu zakupionych opcji PUT).

Eksporter A natomiast nie był przewrotny i w efekcie uzyskał średni kurs wymiany euro na złote znacznie poniżej 3,0000. Po tym jak bank zamknął mu forward i naliczył stratę w wysokości 1 500 000 złotych, eksporter sprzedawał euro na rynku po średnim kursie 4,3000, nie posiadając żadnego zabezpieczenia przed ryzykiem. Ze sprzedanych euro uzyskał 4 300 000 złotych, co po uwzględnieniu 1 500 000 złotych straty na forwardzie dało mu ostateczną kwotę przychodu 2 800 000 złotych. Kurs efektywny wymiany 1 000 000 euro na złote wyniósł więc 2,8000 EUR/PLN.

Chytrzy dwa razy traci ... Mam nadzieję, iż powyższy przykład będzie przestrożą dla przedsiębiorców, którzy zamiast transakcji forward zaczną częściej korzystać z transakcji opcyjnych i będą kupować opcje CALL i PUT, ponosząc koszt nabycia opcji tak, jak kupuje się polisę ubezpieczeniową, ponosząc koszt składki ubezpieczeniowej.

22. Zasady składania zleceń kupna i sprzedaży opcji walutowych

Podobnie jak to ma miejsce w przypadku zawierania transakcji kupna i sprzedaży waluty na rynku spot oraz zawierania transakcji kupna i sprzedaży waluty w ramach transakcji terminowych forward, tak i tutaj w przypadku opcji walutowych bardzo istotne znaczenie ma prawidłowe przeprowadzanie transakcji.

Większość transakcji opcyjnych zawiera się podczas rozmowy telefonicznej z dealerem w banku lub dealerem u brokera. Obowiązują te same zasady co przy transakcjach wymiany waluty spot oraz przy transakcjach wymiany waluty na termin.

Najistotniejsze jest, aby przy składaniu zapytania o cenę nie odkrywać kart przed osobą takie zlecenie przyjmującą. Zawsze należy zapytać o kwotowanie dwustronnej opcji – czyli zapytać o cenę, po jakiej można określić

opcję kupić oraz cenę, po jakiej daną opcję można sprzedać lub wystawić¹². Spread na rynku opcji (czyli różnica pomiędzy ceną zakupu opcji i ceną sprzedaży opcji) jest nieco szerszy niż w przypadku rynku spot oraz rynku forward i futures. Nie powinien on jednak przekraczać 200 punktów, czyli 2 groszy za jednostkę waluty.

Przykładowo cena opcji może wynosić **700/750**, co oznacza, że cena, po której opcję można kupić wynosi 750 punktów, natomiast cena, po której opcję można sprzedać (czyli odsprzedać lub wystawić), wynosi 700 punktów.

Bardzo ważne jest, aby instytucje finansowe pośredniczące w zawieraniu transakcji opcyjnych, kwotowały ceny opcji wyrażone w punktach. Ułatwia to porównanie ceny opcji w kilku różnych miejscach.

Nie należy wobec tego przyjmować ceny podanej przez dealera i wyrażonej kwotowo czy też procentowo. Należy upierać się, aby cena została podana w punktach oraz aby ta cena była zakwotowana dwustronnie.

Najlepszą metodą sprawdzenia, czy podana przez dealera cena opcji jest ceną rynkową (czyli ceną rzetelną), jest porównanie tej ceny z ceną widoczną w serwisach informacyjnych Reuters lub Bloomberg. Jeśli ktoś nie chce płacić za korzystanie z www systemów informacyjnych, może otworzyć sobie rachunek u brokera walutowego, który pośredniczy na rynku opcji i w ten sposób mieć darmowy dostęp do rynkowych cen opcji.

Zachęcam wobec tego przedsiębiorców do tego, aby posiadali rachunek u brokera walutowego, niezależnie od tego, czy mają zamiar przeprowadzać transakcje w banku czy też za pośrednictwem brokera. Otwarcie i prowadzenie rachunku brokerskiego zazwyczaj jest bezpłatne. A to oznacza, iż bez ponoszenia kosztów można mieć wgląd w rynkowe ceny opcji.

23. Nabywca i wystawca opcji – prawa i obowiązki spoczywające na stronach transakcji

W poprzednich rozdziałach przedstawiono zasadę działania opcji walutowych w sytuacji, gdy przedsiębiorca nabywa opcje, czyli importer nabywa opcje CALL, natomiast eksporter nabywa opcje PUT.

Obecnie rozszerzymy te rozważania. Opcje PUT może bowiem nabywać nie tylko eksporter, który uzyskuje przychody ze sprzedaży eksportowej, ale również przedsiębiorca uzyskujący przychody denominowane w walucie obcej.

W przypadku, gdy przedsiębiorca uzyskuje przychody w walucie obcej i ubezpiecza swoje ryzyko opcjami PUT, może z nich skorzystać w dwojaki sposób:

1. Wykonać opcję PUT – czyli wymienić walutę zagraniczną na złote po kursie wykonania opcji. Przedsiębiorca wykona opcję oczywiście tylko wtedy, gdy będzie to dla niego korzystne.
2. Odsprzedać opcję PUT w chwili, gdy jednocześnie zamienia walutę zagraniczną na złote na rynku spot.

Czasami bardziej opłacalne jest wykonanie opcji, a czasami lepszym rozwiązaniem jest odsprzedanie opcji.

Posłużmy się prostym przykładem.

¹² W dalszej części Poradnika wyjaśnię, iż z punktu widzenia instytucji finansowej realizującej zlecenia klientów nie ma znaczenia, czy opcja jest odsprzedawana przez klienta, czy też jest ona wystawiana. Dla przedsiębiorcy natomiast ma to istotne znaczenie. Odsprzedanie wcześniej zakupionej opcji jest znacznie bezpieczniejsze niż wystawianie opcji. Różnice pomiędzy odsprzedaniem i wystawieniem opcji zostaną bardziej szczegółowo omówiona w rozdziale poświęconym wystawianiu opcji.

Przykład 27

Eksporter posiada amerykańskie 3-miesięczne opcje PUT z ceną wykonania 4,10 EUR/PLN o nominale 500 000 euro (może to być 10 opcji, każda o nominale 50 000 euro). Eksporter w chwili obecnej chce wymienić 50 000 euro. Bieżący kurs spot EUR/PLN wynosi 4,0800. Eksporter zastanawia się, w jaki sposób wykorzystać jedną z dziesięciu posiadanych opcji PUT. Czy wykonać tę opcję i tym samym wymienić 50 000 euro po kursie 4,1000? Czy też może sprzedać 50 000 euro na rynku po kursie 4,0800 i jednocześnie odsprzedać jedną opcję PUT?

Eksporter sprawdza, po jakiej cenie może odsprzedać opcję PUT 4,10. Okazuje się, że na rynku widoczne są oferty kupna i sprzedaży (zgłaszane przez tych, którzy chcą takie opcje kupić oraz przez tych, którzy chcą takie opcje sprzedać) z ceną 500/600. Oznacza to, że eksporter może w danym momencie sprzedać posiadaną opcję PUT 4,10 po cenie 500 punktów, czyli 5 groszy za każde euro.

Eksporter podejmuje właśnie taką decyzję, gdyż w ten sposób jego efektywny kurs wymiany wyniesie 4,1300 EUR/PLN. Z zamiany euro na złote na rynku spot otrzyma 4,0800 oraz dodatkowo 5 groszy z odsprzedania opcji PUT.

Gdyby eksporter chciał wykonać opcję PUT, to jego efektywny kurs wymiany wyniósłby 4,1000.

Pozostałe 9 opcji, każda o nominale 50 000 euro eksporter pozostawił w portfelu i wykorzysta je w przyszłości.

W tym przykładzie eksporter wykonał kilka prawidłowych decyzji:

1. **Zamiast kupić jedną opcję o nominale 500 000 euro, kupił 10 opcji każda o nominale 50 000 euro.** Niby to samo, a jednak o wiele wygodniej może teraz korzystać z posiadanych opcji. Nie musi czekać aż uzbiera 500 000 euro, lecz może wymieniać walutę częściej małymi kwotami.
2. Zamiast wykonać opcję, postanowił opcję odsprzedać, dzięki czemu uzyskał 3 grosze wyższy kurs wymiany, co przy nominale 50 000 euro przełożyło się na kwotę 1 500 złotych większego przychodu. Sprawdźmy teraz kolejny przykład, w którym bardziej opłacalne okaże się wykonanie posiadanej opcji.

Przykład 28

Eksporter posiada 10 opcji PUT 4,10 EUR/PLN każda o nominale 50 000 euro. Eksporter potrzebuje w danej chwili wymienić 50 000 euro na złote. Bieżący kurs EUR/PLN wynosi 4,0000. Eksporter sprawdza, po jakiej cenie może sprzedać jedną posiadaną opcję PUT. Okazuje się, iż najwyższa oferta kupna takich opcji wynosi 900 punktów (czyli 9 groszy za każde euro).

Eksporter uznaje, iż bardziej opłacalne jest w tym przypadku wykonanie posiadanej opcji PUT, gdyż w ten sposób uzyska kurs wymiany równy 4,1000. Gdyby eksporter chciał sprzedać euro na rynku spot po kursie 4,0000 i jednocześnie odsprzedać opcję PUT po cenie 9 groszy, to jego efektywny kurs wymiany wyniósłby tylko 4,0900.

Widzimy więc, iż każdorazowo przy korzystaniu z posiadanych opcji PUT eksporter powinien sprawdzić, co jest w danej chwili bardziej opłacalne.

Przedsiębiorca rozliczający się z kontrahentami w walucie czystej ma więc prawo wyboru – czy posiadaną opcję wykonać, czy też ją odsprzedać.

Tak komfortowej sytuacji nie ma natomiast przedsiębiorca, który rozlicza się z kontrahentami za pomocą faktur denominowanych. Przedsiębiorca taki nie może wykonać posiadanej opcji PUT, gdyż nie ma waluty do wymiany. Przychody ze sprzedaży otrzymuje bowiem w złotych, a kwota przychodu wynika z ustalonego kursu waluty służącego do wyliczenia wartości faktury denominowanej.

Przedsiębiorca taki musi więc zawsze odsprzedawać posiadaną opcję PUT, przy czym ważny jest moment odsprzedania takiej opcji.

W praktyce opcję należy odsprzedać wtedy, gdy jest już znany przeliczeniowy kurs waluty służący do wyznaczenia wartości faktury denominowanej.

Jest jednak dodatkowa zasada. Jeśli cena posiadanej opcji jest bardzo niska (na przykład 1–2 grosze), to warto taką opcję zachować na później i nie odsprzedawać jej od razu. Przedsiębiorca, który nie odsprzeda opcji, której cena wynosi 2 grosze ryzykuje tym, że straci tylko takie 2 grosze. Więcej stracić nie może. Może natomiast sporo zyskać. Jeśli bowiem w kolejnych dniach czy tygodniach kurs EUR/PLN mocniej spadnie, to opcja taka może zdrożeć na przykład do 10 groszy. Przedsiębiorca mógłby wtedy odsprzedać opcję, zyskując ekstra 8 groszy.

Podsumujmy:

Posiadacz opcji PUT może wykorzystać opcję w dwojaki sposób:

- ✓ wykonując opcję lub
- ✓ odsprzedając opcję.

Takie ma prawo. Z prawa do wykonania opcji skorzysta tylko wtedy, gdy będzie to dla niego opłacalne. Z prawa do odsprzedania opcji także skorzysta wtedy, gdy uzna taką formę działania za opłacalną.

W gorszej sytuacji jest natomiast **WYSTAWCA** opcji.

23.1. Obowiązki spoczywające na wystawcach opcji

Wystawca opcji ma bowiem **OBOWIĄZEK** zrealizować żądanie posiadacza opcji.

Wystawca opcji CALL zobowiązuje się do sprzedania waluty obcej po ustalonym kursie – kursie wykonania opcji CALL.

Wystawca opcji PUT natomiast zobowiązuje się do kupienia waluty obcej po ustalonym kursie – kursie wykonania opcji PUT.

Nie oznacza to bynajmniej, iż przedsiębiorcy nie mogą wystawiać opcji. Jeśli przedsiębiorca wystawia opcję „z głową”, może to jemu przynieść dodatkowe korzyści.

Przy wystawianiu opcji należy jednak przestrzegać pewnych generalnych zasad, które przedstawię w kolejnych rozdziałach.

24. Generalne zasady przy kupowaniu, sprzedawaniu oraz wystawianiu opcji

Poniżej zebrano wszystkie najistotniejsze reguły, których należy przestrzegać przy zawieraniu transakcji opcyjnych:

1. Nie należy kupować opcji at-the-money.
2. Jeśli posiadamy w portfelu opcje at-the-money, to opcje takie należy odsprzedać i zastąpić je nowymi opcjami – najlepiej opcjami głęboko w pieniądzu.
3. Warto kupować opcje głęboko w pieniądzu – najlepiej na dalekie terminy.
4. Za opcje głęboko w pieniądzu płacimy z dołu, czyli z odroczonym terminem zapłaty.
5. Nie ma sensu kupować opcji głęboko w pieniądzu na krótkie terminy (do 1 miesiąca). Krótkie terminy zabezpieczamy „gołym” forwardem.
6. Nabyte opcje rolujemy (wydłużamy czas ich ważności) wtedy, gdy opcje te są głęboko w pieniądzu.
7. Nie wystawiamy pojedynczych opcji na dalekie terminy – jest to niebezpieczne, podobnie jak niebezpieczne jest zawarcie forwardu na dalekie terminy.
8. Wystawiamy opcje na krótkie terminy (do 1 miesiąca) najlepiej 5–10 groszy out-the-money od bieżącego kursu spot.
9. Kupujemy opcje w chwili, gdy zmienność kursu waluty jest niska – opcje będą wtedy tańsze.
10. Odsprzedajemy posiadane opcje lub wystawiamy opcje w chwili, gdy zmienność kursu waluty jest duża – opcje będą wtedy drogie.

Tego typu zasad można rzecz jasna wymienić więcej, ale tych 10 wymienionych powinno w zupełności wystarczyć każdemu przedsiębiorcy do tego, aby prawidłowo zarządzać ryzykiem kursowym.

Znając zasady postępowania z pojedynczymi opcjami, możemy przejść do STRATEGII ZŁOŻONYCH z więcej niż jedną opcją. Strategie takie są bardzo przydatne. Pozwalają zabezpieczyć ryzyko długoterminowe – na przykład biznesplan, budżetplan, plan finansowy itp.

25. Złożone strategie opcyjne – strategie zero-kosztowe lub bliskie zero-kosztowych

Do tej pory omawiałem strategie opcyjne, które wymagały poniesienia kosztu początkowego. Nie miało znaczenia, czy koszt ten ponoszony jest z góry (zapłata za opcje z góry), czy też koszt był ponoszony dopiero w chwili realizacji transakcji (zapłata za opcje z dołu). Transakcje, w których występuje koszt nabycia opcji, nazywamy **strategiami kosztowymi**.

Obecnie przybliżę istotę działania strategii zero-kosztowych, czyli takich, w których suma poniesionych kosztów na nabycie opcji jest równa sumie przychodu otrzymanego z tytułu wystawionych opcji. Jeśli suma zapłaconej premii za nabyte opcje będzie równa lub niemal równa sumie otrzymanej premii z wystawionych opcji, to strategie takie będziemy nazywali **strategiami zero-kosztowymi**.

Jedną ze strategii zero-kosztowych już poznaliśmy w poprzednich rozdziałach. Strategią taką była transakcja forward. Forward należy do grupy strategii zero-kosztowych. Ukryta wewnątrz forwardu opcja PUT i opcja CALL mają bowiem taką samą cenę.

Przykładowo forward eksportera z kursem terminowym 4,1000 EUR/PLN składa się z nabytej opcji PUT 4,10 oraz wystawionej opcji CALL 4,10. Ceny obydwu tych opcji są takie same w chwili zawarcia transakcji forward.

Gdy po zawarciu transakcji forward kurs EUR/PLN ulega zmianie, zmieniają się również ceny opcji PUT i CALL będące składnikami takiego forwardu.

Gdy kurs EUR/PLN obniża się, to cena nabytej opcji PUT 4,10 rośnie i jednocześnie maleje cena wystawionej opcji CALL. Gdy zaś kurs EUR/PLN podnosi się, to cena nabytej opcji PUT spada i jednocześnie rośnie cena wystawionej opcji CALL.

Rozszerzmy teraz odległość pomiędzy nabytą opcją PUT i wystawioną opcją CALL. Obniżmy cenę wykonania opcji PUT o 5 groszy – do poziomu 4,0500 i jednocześnie podnieśmy cenę wykonania opcji CALL o 8 groszy – do poziomu 4,1800. Okazuje się, że cena opcji PUT 4,05 będzie taka sama jak cena opcji CALL 4,18. Jeśli więc eksporter wystawi opcję CALL 4,1800 i za otrzymaną premię kupi opcję PUT 4,05, to transakcja ta będzie transakcją zero-kosztową. Eksporter nie będzie musiał za taką strategię płacić żadnej premii. Przychód z wystawienia jednej opcji w całości pokryje koszt zakupu drugiej opcji.

Przedstawiona strategia nosi nazwę „**korytarz eksportera**” i jest jedną z najbardziej popularnych strategii zero-kosztowych służących do zabezpieczania długoterminowego ryzyka kursowego. Spośród wielu różnego rodzaju strategii zero-kosztowych lub niemal zero-kosztowych na wyróżnienie zasługują:

1. Korytarz eksportera.
2. Korytarz eksportera z „daszkiem”.
3. Korytarz importera.
4. Korytarz importera z „podkładką”.
5. Forward importera z „podkładką”.
6. Syntetyczny obniżony forward eksportera z „daszkiem”.
7. Forward eksportera z obniżonym zobowiązaniem.

W niniejszym wydaniu Poradnika, postanowiłem przybliżyć jedynie pierwszą z wymienionych strategii – czyli korytarz eksportera.

26. Korytarz eksportera

Korytarz eksportera jest bardzo popularną strategią służącą do zabezpieczenia długoterminowego ryzyka kursowego przeznaczona dla eksporterów. Strategia ta najlepsze efekty przynosi wtedy, gdy przedsiębiorca zabezpiecza przepływy walutowe spodziewane w przyszłości od 6 miesięcy w górę.

Dla przypomnienia:

1. Przepływy walutowe spodziewane w ciągu najbliższego miesiąca należy zabezpieczać forwardem.
2. Przepływy walutowe spodziewane w okresie od 2 do 6 miesięcy należy zabezpieczać opcjami głęboko w pieniądzu (lub forwardem zabezpieczonym opcją daleko poza pieniądzem).
3. Przepływy walutowe spodziewane w okresie od 6 miesięcy w górę należy zabezpieczać za pomocą korytarza.

Korytarz może mieć dowolną szerokość. Przedsiębiorca samodzielnie podejmuje decyzję, jak szeroki powinien być korytarz. Osobiście zalecam, aby nie otwierać korytarzy węższych niż 40 groszy, czyli aby cena wykonania wystawionej opcji CALL była przynajmniej 40 groszy wyższa niż cena wykonania nabytej opcji PUT. Węższe korytarze sprawiają więcej kłopotów niż pożytku.

Warto w tym miejscu wspomnieć, iż forward jest szczególnym korytarzem, o zerowej szerokości, gdyż cena wykonania wystawionej opcji CALL jest taka sama jak cena wykonania nabytej opcji PUT.

Im szerszy jest korytarz, tym bezpieczniejszy w użyciu, tym mniejsze prawdopodobieństwo pojawienia się dużej ujemnej wyceny takiego korytarza.

27. Zakończenie

W kolejnych rozdziałach wielokrotnie przewijało się stwierdzenie, iż warunkiem prawidłowego zarządzania ryzykiem kursowym w przedsiębiorstwie jest to, aby działy generujące ryzyko (dział zamówień, dział sprzedaży, dział logistyki itp.) oraz dział finansowy odpowiedzialny za neutralizowanie ryzyka kursowego, w odpowiedni sposób komunikowały się ze sobą i informowały o zdarzeniach gospodarczych wywołujących ryzyko kursowe.

Jeśli komunikacja taka będzie sprawna, proces zarządzania ryzykiem będzie prowadzony lepiej. Jeśli komunikacji pomiędzy działami nie będzie, to proces zarządzania ryzykiem będzie dziurawy jak „ser szwajcarski”. W skrajnych przypadkach takie zarządzanie ryzykiem przy braku pełnej informacji na temat wielkości ekspozycji na ryzyko może przynieść więcej szkód niż pożytku.

Rolą managera, zarządu jest to, aby stworzyć w przedsiębiorstwie odpowiednie warunki ku temu, aby zarządzanie ryzykiem kursowym prowadzone było w prawidłowy sposób. Aby dział finansowy miał pełny obrazem sytuacji, aby znał wszystkie zdarzenia gospodarcze, które wywołują ryzyko kursowe oraz miał możliwość zawierania transakcji zabezpieczających. Aby pracownicy z działu zamówień i działu sprzedaży współuczestniczyli w procesie zarządzania ryzykiem i aby byli świadomi, że ich decyzje (składane oferty, przyjmowane zamówienia, dokonywane zakupy, kalkulowane ceny ofertowe, ustalone cenniki itp.) wywołują ryzyko kursowe.

Przypomnijmy, iż ryzyko kursowe powstaje w wyniku działań wykonywanych przez działy gospodarcze (dział sprzedaży, dział zamówień itp.). Działy te generują ryzyko w momencie otrzymania zamówienia, zakupu towarów, w trakcie ustalania planów zamówień i sprzedaży, ustalania cenników dla odbiorców końcowych, składania oferty handlowej (w tym również oferty przetargowej).

Dział finansowy powinien być odpowiedzialny za neutralizowanie tego rodzaju ryzyk. Dział finansowy odpowiedzialny za zabezpieczanie ryzyka rynkowego NIE GENERUJE ryzyka, lecz NEUTRALIZUJE ryzyka generowane przez działy handlowe.

Ważnym elementem w procesie zarządzania ryzykiem jest KONTROLING wewnętrzny lub zewnętrzny. Kontrole powinny być przeprowadzane okresowo lub w sposób ciągły.

Osoby odpowiedzialne za kontrole prawidłowości działania powinny sprawdzać zarówno to, czy dział finansowy prawidłowo realizuje zadania polegające na neutralizowaniu ryzyka kursowego, jak również to, czy działy gospodarcze przestrzegają ustalonych zasad przekazywania informacji do działu finansowego.

Kolejnym ważnym elementem prawidłowego procesu zarządzania ryzykiem jest, aby osoby odpowiedzialne za zarządzanie ryzykiem cały czas podnosiły poziom wiedzy na temat metod zarządzania ryzykiem, **aby uczestniczyły w szkoleniach związanych z zarządzaniem ryzykiem kursowym.**

W szkoleniach brać udział powinny nie tylko osoby bezpośrednio zajmujące się realizowaniem transakcji finansowych. **Dobrze jest, jeśli w szkoleniach z tego zakresu uczestniczy również kadra menadżerska najwyższego szczebla** (na przykład członkowie zarządu, właściciele itp.). Gdy „głównodowodzący” w firmie zrozumie, jaki jest sens zarządzania ryzykiem kursowym, gdy osoba taka pozna, jakie są możliwości zarządzania ryzykiem łatwiej jej będzie ustalić cele, jakie mają być osiągnięte przy zarządzaniu ryzykiem oraz schemat przepływu informacji między działami, będzie miała też większą kontrolę nad tym, co robią jej podwładni.

Oczywiście prezes firmy nie musi znać szczegółowo wszystkich rodzajów strategii zabezpieczających ryzyko kursowe. Od tego są przecież odpowiednie osoby i odpowiednie działy w firmie. Niemniej jednak, jeśli szef potrafi odróżnić instrumenty bezpieczne od niebezpiecznych, to jego firmie nie przytrafi się to, co przytrafiło się firmom „zarażonym toksycznymi opcjami”.

Być może to właśnie było przyczyną problemów opcyjnych, które wyrządziły wiele szkód polskim eksporterom w latach 2007–2009. Szefowie często nie wiedzieli, co tak naprawdę robią ich dyrektorzy finansowi. Dyrektorzy finansowi często nie zdawali sobie sprawy, co robią ich podwładni zawierający transakcje z dealerami w banku.

Zachęcam wszystkich do nauki, do uczestniczenia w szkoleniach z dziedziny zarządzania ryzykiem kursowym.

Warszawa, listopad 2012 roku

Opinia o poradniku „Ryzyko walutowe w działalności małych i średnich polskich przedsiębiorstw eksportowych” autorstwa J. Maliszewskiego

Poradnik wpisuje się w bardzo aktualną problematykę, gdyż polskie przedsiębiorstwa z sektora MSP obawiają się zarządzać ryzykiem kursowym. W Polsce zarządzanie ryzykiem kursowym po głośnych bankructwach związanych z zakupem opcji walutowych kojarzy się tylko ze spekulacją instrumentami pochodnymi. Ponadto przedsiębiorstwa są przekonane, iż ubezpieczenie ryzyka kursowego jest bardzo kosztowne, a Autor w poradniku na podstawie prostych rzeczywistych przykładów pokazuje że tak nie jest. Poradnik w ewidentny sposób spowoduje wzrost świadomości społecznej w dziedzinie zarządzania ryzykiem kursowym. Zatem niniejszy poradnik wpisuje się w lukę związaną z zarządzaniem ryzykiem kursowym, pokazuje narzędzia oraz stosowane metody z wypukleniem zasad ich stosowalności oraz ich wad i zalet. Uświadamia Czytelnikom w prosty i ilościowy sposób, że zarządzanie ryzykiem kursowym to nie spekulacja i wcale nie musi być kosztowne, a zwiększa bezpieczeństwo finansowe firmy. W poradniku omówione zostały metody zabezpieczania ryzyka kursowego występującego w zdarzeniach gospodarczych zarówno po stronie przychodowej, jak też po stronie kosztowej oraz przedstawiono modelowe zasady postępowania w sytuacji, gdy przychody wyrażone są w walucie, natomiast koszty wyrażone są w złotych. W poradniku zwrócono również uwagę na to, iż przedsiębiorstwa bardzo często narażone są jednocześnie na ryzyko kursowe dla strony przychodowej oraz na ryzyko kursowe od strony kosztowej, a także przedstawiono szczegółowo z odpowiednimi przykładami: metodę zarządzania ryzykiem netto oraz metodę zarządzania ryzykiem brutto.

Patrząc na zmienność otoczenia i efekt globalizacji, można śmiało przyjąć tezę, iż coraz większa liczba przedsiębiorców zdecyduje się w przyszłości rozpocząć zarządzanie ryzykiem kursowym. Można nawet sądzić, że przedsiębiorstwa zarządzające ryzykiem walutowym w sposób profesjonalny odniosą przewagę nad całą resztą firm, które nie będą zarządzać tym ryzykiem. Niniejszy poradnik jest wskazówką, jakie instrumenty i w jaki sposób można wykorzystać w tym procesie.

Całość poradnika jest napisana bardzo przystępnym językiem i wyjaśnia problematykę zarządzania ryzykiem kursowym, poczynając od przedstawienia zleceń kupna i sprzedaży, gdyż umiejętne korzystanie z takich zleceń jest nieodłącznym elementem całego procesu zarządzania ryzykiem. W zarządzaniu ryzykiem kursowym nie wystarczy wiedzieć, jakich instrumentów finansowych używać, ale konieczna jest wiedza, jak i kiedy takie instrumenty nabywać i zbywać. Autor poradnika w doskonały sposób krok po kroku wprowadza Czytelnika w problematykę ryzyka kursowego z wyszczególnieniem wad i zalet wszystkich wykorzystywanych instrumentów.

Na uwagę zasługuje pokazanie świadomego i nieświadomego podejmowania ryzyka kursowego. Autor podkreśla, że gdy mamy plan, wiemy jakie czynniki ryzyka mogą nam przeszkodzić w realizacji tego planu, czyli ponosimy ryzyko w sposób świadomy. Zaletą tej świadomości jest to, że możemy nim sprawniej zarządzać i wtedy niekorzystne zmiany kursów walut nie będą boleśnie odczuwalne.

W swoich wywodach Autor obala również powszechnie panujący osąd, że straty wywołane zmianami kursów walut wywołują pracownicy działu ekonomicznego, finansowego czy też księgowego – czyli osoby odpowiedzialne za zakup i sprzedaż waluty oraz za odpowiednie księgowanie operacji walutowych na kontach. Autor pokazuje, że w rzeczywistości osobami odpowiedzialnymi za występujące straty z tytułu zmian kursów walut są zarówno osoby pracujące w działach związanych z finansami, jak też osoby pracujące w działach związanych z zamówieniami, sprzedażą, logistyką oraz innych działach, które w toku prowadzonych zadań wywołują zdarzenia gospodarcze generujące ryzyko. Autor podkreśla, że działy związane z finansami powinny neutralizować ryzyko kursowe poprzez: dopasowywanie terminów zapadalności oraz nominałów faktur przyjętych i wystawionych oraz zawieranie odpowiednich transakcji zabezpieczających ryzyko kursowe z wykorzystaniem instrumentów

pochodnych. Jednak mogą to robić poprawnie tylko wtedy, gdy posiadają informacje na temat zdarzeń w firmie wywołujących takie ryzyka.

W rozdziale 12.1 Autorowi udało się również pokazać jak ułomne jest zarządzanie ryzykiem spotowym w porównaniu z zarządzaniem ryzykiem z użyciem kontraktu forward. Bardzo mało jest przykładów i tekstów w tak przystępny sposób wyjaśniających to zjawisko.

Walorem pracy jest systemowość podejścia, oparcie się na bardzo szerokim spektrum zagadnień podstawowych, próba konstrukcji generalizujących modeli i nowoczesność prezentacji zjawiska powszechnie uważanego za bardzo trudne i niedostępne, szczególnie dla małych i średnich przedsiębiorców.

W mojej opinii niniejszy poradnik wpłynie na poprawę świadomości i edukacji przedsiębiorców w zakresie ryzyka kursowego, co w konsekwencji prowadzi do zmiany postaw i nawyków, a co wpłynie na poprawę wizerunku kadry zarządzającej polskich firm z sektora MSP zarówno wśród podwładnych, jak i środowiska zewnętrznego oraz zwiększy, poprzez poprawne stosowanie instrumentów pochodnych, bezpieczeństwo finansowe zarządzanych przez nich firm.

dr inż. Iwona Staniec
Adiunkt
Katedra Zarządzania
Politechnika Łódzka

Usługi Enterprise Europe Network

Funkcjonująca od 1 stycznia 2008 r. Enterprise Europe Network jest europejską siecią oferującą bezpłatne, kompleksowe usługi informacyjno-szkoleniowe i doradcze dla małych i średnich przedsiębiorstw. Sieć, powstała na bazie dwóch uprzednio działających na rzecz sektora MSP sieci: Euro Info Centres i Innovation Relay Centres, łączy w sobie ich dorobek i zalety.

Enterprise Europe Network świadczy na rzecz małych i średnich przedsiębiorstw szeroki zakres usług, które mają pomóc w pełni rozwinąć ich potencjał i zdolności innowacyjne. Dodatkowo pełni ona także rolę pośrednika umożliwiającego instytucjom Unii Europejskiej pełniejszą orientację w potrzebach małych i średnich przedsiębiorstw.

Ośrodki sieci, afiliowane przy różnych organizacjach wspierających rozwój gospodarczy, takich jak izby przemysłowo-handlowe, agencje rozwoju regionalnego, centra wspierania przedsiębiorczości działają na zasadzie non profit. Źródłem finansowania ich działalności są środki unijne oraz budżet państwa. Obecnie w Europie i krajach basenu Morza Śródziemnego działa około 600 jednostek sieci. Enterprise Europe Network to jednak więcej niż pojedyncze instytucje rozmieszczone w różnych krajach i regionach. Wyjątkowa wartość i możliwości sieci wypływają ze ścisłej współpracy ośrodków, która umożliwia im szybkie uzyskiwanie i przekazywanie informacji.

Działalność ośrodków sieci opiera się na zasadzie „zawsze właściwych drzwi”, co oznacza, iż wszystkie MSP, które zwrócą się z konkretnym zapytaniem, otrzymają niezbędne informacje i dostęp do zindywidualizowanych usług dostosowanych do ich potrzeb, z wykorzystaniem nowoczesnych technologii i zaangażowaniu adekwatnych merytorycznie ośrodków sieci.

Ośrodek przy Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości działa w ramach konsorcjum o nazwie Central Poland – Business Support Network (CP-BSN). W skład tego konsorcjum wchodzi następujące organizacje:

- Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości (koordynator) – Warszawa,
- Instytut Mechanizacji Budownictwa i Górnictwa Skalnego – Warszawa,
- Fundacja Rozwoju Przedsiębiorczości – Łódź,
- Toruńska Agencja Rozwoju Regionalnego – Toruń,
- Stowarzyszenie „Wolna Przedsiębiorczość” – Gdańsk,
- Centrum Transferu Technologii – Gdańsk.

Więcej informacji:

Ośrodek Enterprise Europe Network

Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości

ul. Pańska 81/83

00-834 Warszawa

e-mail: coordinator_cpbsn@parp.gov.pl www.een.org.pl

tel. + 48 22 432 71 02, faks + 48 22 432 70 46

czynny w godz. 9:00–16:00

Jacek Maliszewski – z rynkiem kapitałowym i walutowym związany od 1993 roku. Absolwent Uniwersytetu Szczecińskiego. W latach 1994–2001 pracownik naukowy w Katedrze Ekonometrii i Statystyki Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Szczecińskiego. Równolegle od roku 1996 do 2001 szef zespołu Zarządzania Ryzykiem Rynkowym w Pomorskim Banku Kredytowym SA ze Szczecina. W latach 1998–2000 członek zespołu ds. fuzji czterech banków komercyjnych: PBKS SA, BDK SA, PBG SA oraz PEKAO SA w zakresie ujednoczenia zasad zarządzania ryzykiem rynkowym w nowo powstałej grupie bankowej. Od 2001 roku niezależny trader na rynku walutowym – głównie na rynku opcji walutowych. W latach 2006–2008 analityk rynków wschodnich centrali londyńskiego brokera rynku międzybankowego BGC Brokers L.P. Równolegle od roku 2006 do chwili obecnej Główny Ekonomista w firmie DMK sp. z o.o. Od 2010 roku do chwili obecnej Przewodniczący Rady Nadzorczej WGT S.A. oraz w trzech podległych spółkach należących do WGT S.A. Autor publikacji naukowych oraz felietonów popularnonaukowych z zakresu zastosowań statystyki i ekonometrii na rynkach finansowych. Szkoleniowiec prowadzący szkolenia z zakresu zarządzania ryzykiem kursu walutowego, ryzykiem stopy procentowej oraz ryzykiem cen surowców organizowanych przez: Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości, INFORMEDIA, Parkiet, itp. Od 2007 roku stały gość w telewizji TVN CNBC. Od 2010 roku powołany przez Najwyższą Izbę Kontroli jako biegły z zakresu „toksycznych” opcji walutowych – przy okazji kontroli przeprowadzanych przez NIK w spółkach skarbu państwa. 42 lata, dwoje dzieci, pasjonat gry w szachy.

Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP) jest rządową agencją wykonawczą, która od 2000 roku wspiera przedsiębiorców. Celem działania PARP jest rozwój małych i średnich firm w Polsce – powstawanie nowych podmiotów, podnoszenie kwalifikacji i wzrost potencjału, wzmocnienie pozycji konkurencyjnej w oparciu o innowacyjność i nowoczesne technologie, kształtowanie przyjaznego otoczenia biznesowego, tworzenie warunków do prowadzenia działalności gospodarczej. Realizując działania wspierające przedsiębiorców (a także: instytucje otoczenia biznesu, jednostki samorządu terytorialnego, uczelnie), PARP korzysta ze środków budżetu państwa oraz funduszy europejskich. Zarówno w okresie przedakcesyjnym, jak i po wejściu przez Polskę do Unii Europejskiej PARP oferowała przedsiębiorcom wsparcie finansowe i szkoleniowo-doradcze. W latach 2007–2015 Agencja jest odpowiedzialna za realizację działań w ramach trzech ogólnopolskich programów operacyjnych: **Innowacyjna Gospodarka**, **Kapitał Ludzki** oraz **Rozwój Polski Wschodniej**.

PARP posiada unikalne doświadczenie nie tylko w przekazywaniu pomocy unijnej przedsiębiorcom. Od kilku lat w Agencji działa **Ośrodek Badań nad Przedsiębiorczością**, którego zadaniem jest prowadzenie badań z zakresu przedsiębiorczości, innowacyjności, zasobów ludzkich i usług wspierających prowadzenie działalności gospodarczej. W oparciu o ich wyniki powstają założenia dla kolejnych programów pomocowych, które odpowiadają na zidentyfikowane potrzeby przedsiębiorców.

Aby ułatwić przedsiębiorcom dostęp do informacji, PARP zainicjowała utworzenie **Krajowego Systemu Usług dla MŚP (KSU)**, który pomaga w zakładaniu i rozwijaniu działalności gospodarczej. W około 200 ośrodkach KSU na terenie całej Polski przedsiębiorcy i osoby rozpoczynające działalność gospodarczą mogą uzyskać informacje, porady i szkolenia z zakresu prowadzenia działalności gospodarczej, a także otrzymać pożyczkę lub poręczenie. PARP jest ponadto koordynatorem i członkiem jednego z 4 obecnych w Polsce konsorcjów sieci **Enterprise Europe Network**, w skład którego wchodzi ośrodki oferujące przedsiębiorcom nieodpłatne, kompleksowe usługi informacyjne, szkoleniowe i doradcze z zakresu prowadzenia działalności gospodarczej, organizacji udziału w misjach i targach oraz świadczące pomoc w znalezieniu partnerów do współpracy gospodarczej i w transferze technologii.

Zaangażowanie PARP w międzynarodowe fora i organizacje zajmujące się wspieraniem przedsiębiorczości i innowacyjności przekłada się na jakość oferowanych usług i ich zbieżność ze światowymi tendencjami. Członkostwo w **TAFTIE** (Europejska Sieć Agencji Innowacyjnych) gwarantuje stały dostęp do najlepszych praktyk stosowanych w wiodących europejskich agencjach wspierających innowacyjność. PARP jest również członkiem stowarzyszonego **IASP** (Międzynarodowe Stowarzyszenie Parków Naukowo-Technologicznych i Stref Innowacji), dzięki czemu korzysta z bogatych doświadczeń zagranicznych parków naukowo-technologicznych.

PARP stale dopasowuje ofertę informacyjno-doradczą do zmieniających się potrzeb przedsiębiorców oraz pojawiających się nowych kanałów komunikacji. Obecnie Agencja dysponuje 25 **specjalistycznymi portalami internetowymi i społecznościowymi**, oferującymi szkolenia e-learningowe, e-booki, transmisje ze spotkań szkoleniowych i konferencji, informacje nt. możliwości ubiegania się o wsparcie, bazy wiedzy, publikacje, wyniki badań. Z informacji i narzędzi zawartych we wszystkich portalach PARP dostępnych za pośrednictwem głównego portalu Agencji (www.parp.gov.pl) korzysta ponad milion internautów miesięcznie.

Osoby zainteresowane uzyskaniem dostępnych w PARP informacji nt. programów wsparcia dla przedsiębiorców oraz instytucji otoczenia biznesu mogą skorzystać z infolinii prowadzonej w ramach Informatorium PARP. Konsultanci udzielają informacji telefonicznie i mailowo oraz biorą udział w spotkaniach z zainteresowanymi wnioskodawcami.

Zapraszamy do skorzystania z naszych usług!

Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości

ul. Pańska 81/83, 00-834 Warszawa

tel.: + 48 22 432 80 80

faks: + 48 22 432 86 20

biuro@pap.gov.pl

www.parp.gov.pl

Punkt informacyjny PARP

tel.: + 48 22 432 89 91-93

0 801 332 202

info@parp.gov.pl