

*Jacek Pera*

Katedra Międzynarodowych  
Stosunków Gospodarczych

# Stabilizacja kursów walutowych w obliczu kryzysu finansowego – próba oceny

## 1. Wprowadzenie

Gospodarka światowa podlega obecnie bardzo dużym wahaniom szczególnie ze względu na: silną dekonstrukcję gospodarczą, dużą niestabilność panującą na międzynarodowych rynkach finansowych, kryzysogenność gospodarek narodowych na szczelbu finansów publicznych, bardzo duże wahania wszystkich głównych walut oraz postępujący kryzys w strefie euro. W kontekście tych zjawisk oraz braku stabilności globalnych rynków finansowych szczególnie znaczenia nabiera problem bardzo dużej i dynamicznej fluktuacji głównych kursów walutowych, a co za tym idzie, rosnąca ekspozycja na ryzyko walutowe (w dalszej części opracowania ryzyko to będzie nazywane zamiennie walutowym lub kursowym). Niewłaściwe zabezpieczenie się przed tym ryzykiem, nietrafne decyzje lub ich brak w zakresie ryzyka walutowego mogą spowodować, że nawet największe firmy utracą płynność finansową i zbankrutują. Ryzyko walutowe jest powszechne i wszechobecne. Każda firma podlega temu ryzyku bez względu na to, czy przyjęła strategię: spekulacji, akceptacji, przeniesienia, mitygacji. Trzy pierwsze strategie są swoistą metodą unikania ryzyka poprzez jego (stosownie do wybranej strategii) przenoszenie, natomiast mitygacja stanowi o zarządzaniu ryzykiem. We współczesnej kryzysogennej gospodarce światowej właściwe zarządzanie ryzykiem walutowym wydaje się zagadnieniem bardzo ważnym ze względu na potencjalne koszty i straty.

Współcześnie bardzo żywiołowy i dynamiczny charakter, jakim cechują się kursy walutowe wszystkich walut, poprzez ich wpływ na ceny importu i eksportu, poziom stóp procentowych, dochodów i wpływów budżetowych państwa, działa destabilizująco na gospodarki poszczególnych krajów, co w konsekwencji prowadzi do kryzysu finansowego, czyli sytuacji, z jaką mamy obecnie do czynienia. Istotnym czynnikiem jest również obserwowana zależność rynków finansowych od polityki pieniężnej i walutowej instytucji finansowych w krajach kluczowych walut. Wynika z tego wysoka ich odpowiedzialność za stabilizację sytuacji na głównych rynkach finansowych i konieczność kooperacji przede wszystkim pomiędzy najważniejszymi instytucjami triady, tj. Bankiem Rezerw Federalnych USA, Bankiem Japonii oraz Europejskim Bankiem Centralnym [Rymarczyk 2010, s. 231–232].

W artykule przedstawiono problem stabilizacji kursu walutowego i ocenę metod globalnych, które mają prowadzić do tego celu. Metody te omówiono na tle stabilizacji kursu walutowego i problemu jego fluktuacji, pojęcia, istoty i typologii ryzyka kursowego jako konsekwencji niestabilności walutowej oraz zarządzania ryzykiem walutowym i problemu jego internacjonalizacji w zakresie mitygacji.

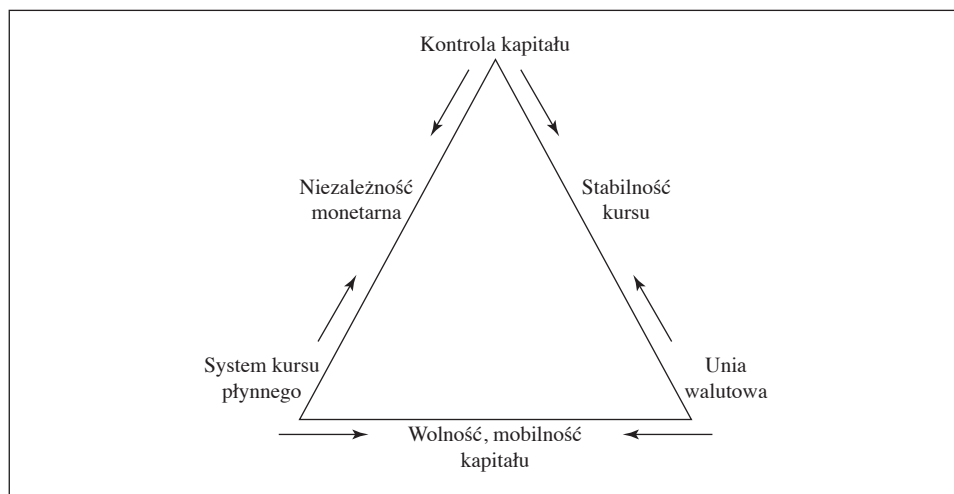
Brak spójnych, jednolitych i powszechnych mechanizmów stabilizujących na szczeblu poszczególnych gospodarek narodowych, działania spekulacyjne inwestorów prywatnych i instytucjonalnych oraz bardzo częste przyjmowanie przez firmy strategii spekulacji powodują duże zawirowania na międzynarodowych rynkach finansowych oraz generują coraz wyższe koszty dla firm.

## **2. Stabilizacja kursu walutowego a problem jego fluktuacji**

Kurs walutowy określa wartość danej waluty względem innej. Wszelkie zmiany, które są obecne na rynku walutowym, mają wpływ na sytuację gospodarki w danym kraju i posiadają określone terminy w poszczególnych kursach. Z polityką kursową każdego państwa wiąże się zatem nierozzerwalnie zagadnienie wielkości przedziału wahań kursu oraz jego płynność i zróżnicowanie. Problemy związane z polityką kursową dobrze przedstawia trójkąt Frankela, który ukazuje niemożność osiągnięcia trzech celów, tj.: stabilności kursu, niezależności monetarnej oraz pełnej mobilności kapitału przy wyborze konkretnego systemu walutowego (rys. 1).

O wielkości przedziału wahań kursu decyduje głównie system pieniężny danego kraju. W przypadku kursu płynnego przedział swobody jego wahań może być znaczny, jakkolwiek ma on pewne granice wyznaczone przez poziom równowagi bilansu płatniczego. Kurs ten spada w momencie pojawienia się deficytu w bilansie płatniczym.

W systemie kursów stałych kurs walutowy utrzymuje się w określonym przedziale zwanym tunelem kursu. Jeśli kurs odchyli się o więcej niż przewiduje poziom bezpieczeństwa (wyznaczony chociażby na podstawie konstrukcji węża walutowego) – władze finansowe danego kraju mają obowiązek dokonywania interwencji na rynku walutowym, dostosowując podaż walut obcych do popytu na nie. Często rolę danego państwa przejmuje powołana do tego grupa najbogatszych państw – G8. Współcześnie w gospodarkach rynkowych powszechnie stosowany jest kurs płynny.



Rys. 1. Trójkąt Frankela

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Drabowski 1982, s. 23].

Polityka kursu płynnego oznacza formalne zniesienie przez państwo granic wahań kursu walutowego, a z drugiej strony takie oddziaływanie na ten kurs przez państwo, aby w każdym momencie był on możliwie najbliższy swego poziomu optymalnego. Państwo może wpływać na kurs tylko w sposób pośredni, tj. oddziałując na popyt i podaż na rynku walutowym. Oddziaływanie to może przyjmować formę interwencyjnych zakupów i sprzedaży walut przez bank centralny. Jeżeli kurs spada, to bank centralny może temu przeciwdziałać przez sprzedaż na rynku krajowym, co wpływa na obniżenie ich kursu, a tym samym na wzrost kursu waluty krajowej. Jeżeli dąży się do obniżenia kursu waluty krajowej, podejmuje się politykę odwrotną. Zaletą takiej polityki jest możliwość wykorzystania mechanizmu kursu walutowego, który samoczynnie przywraca równowagę bilansu płatniczego, oraz dostosowanie poziomu kursu do zmieniającej się sytuacji w gospodarce na rynku wewnętrznym.

Niebezpieczeństwem stosowania tego rodzaju polityki w gospodarce krajów wolnorynkowych jest niepewność w obrotach gospodarczych z zagranicą, co związane jest z możliwością wystąpienia względnie dużej amplitudy wahań kursu – jeżeli kurs ulega silnym wahaniom trudno jest ustalić opłacalność zawieranych z zagranicą transakcji. Ponieważ nie wszystkie kraje mają obecnie gospodarki rynkowe, dlatego też w ich polityce kursowej dużą rolę odgrywa kurs zróżnicowany. Polega on generalnie na ustaleniu dla danej waluty kilku kursów, przy czym zróżnicowanie może być dokonane według tytułów płatności lub według walut poszczególnych krajów. Warunkiem prowadzenia takiej polityki jest istnienie ograniczeń dewizowych w kraju. W przypadku swobodnie działającego rynku walutowego różne poziomy kursu zostają określone pod wpływem podaży i popytu. Kurs ten może być zróżnicowany w zależności od rodzaju towarów. Kraje, głównie Ameryki Południowej, wykorzystują kurs zróżnicowany do: utrzymania równowagi bilansu płatniczego, ochrony produkcji krajowej i rynku wewnętrznego oraz preferowania lub dyskryminowania określonych krajów.

Polski rynek walutowy jest rynkiem stosunkowo młodym i mało rozwiniętym. Rynek ten powstał w 1990 r., jednak jego rzeczywisty rozwój rozpoczął się dopiero po wprowadzeniu wymienialności złotego, czyli w 1995 r. Kluczowymi wydarzeniami determinującymi rozwój rynku walutowego w Polsce były:

- wprowadzenie kursu płynnego (2000 r.),
- rozszerzenie zakresu swobody przepływów kapitałowych (2002 r.).

Uwolnienie kursu złotego i poszerzenie zakresu liberalizacji przepływów kapitałowych stworzyło sprzyjające warunki do dalszego rozwoju rynku walutowego [Bilski i Janicka 2011, s. 177]. Rozwój tego rynku w istotnym stopniu był i jest kształtowany podobnie jak dla pozostałych rynków w Europie przez rynek londyński – największy na świecie rynek walutowy. Zawierane na nim transakcje dotyczą w głównej mierze podmiotów finansowych działających w skali globalnej. Oznacza to, że kursy transakcji w większym stopniu są uzależnione od sytuacji panującej na międzynarodowych rynkach walutowych niż na rynku walutowym w Polsce.

Charakteryzując polski rynek walutowy, należy uwzględnić następujące jego struktury: podmiotową, terminową, rodzajową i walutową. Taki podział umożliwia porównanie go z innymi rynkami walutowymi na świecie. Z uwagi na podjęty temat opracowania w dalszej części zostanie poddana analizie struktura walutowa. Polski rynek walutowy jest peryferyjnym segmentem światowego rynku walutowego. Polski złoty zajmuje 18 miejsce wśród walut, które są najczęstszym przedmiotem transakcji na rynku globalnym. Procentowy udział PLN wyniósł w 2004 r. 0,4%, w 2007 r. – 0,8%, a w 2010 r. 0,9% globalnego wolumenu handlu walutami [Bilski i Janicka 2011, s. 189]. Dominującą pozycję w polskim rynku walutowym w analizowanym okresie odgrywały takie waluty, jak: USD, EUR,

CHF. Znaczna dominacja dolara amerykańskiego w obrotach polską walutą w latach 2000–2010 miała określone konsekwencje dla pary walutowej PLN/USD. Potwierdza to dostępna literatura przedmiotu opisująca to zjawisko. Stwierdzono występowanie silniejszej korelacji kursu PLN/USD z EUR/USD (korelacje ujemne) niż z PLN/EUR. Oznacza to, że zmienność kursu PLN/USD jest zdecydowanie wyższa niż zmienność PLN/EUR [Bilski i Janicka 2011, s. 191]. Na podstawie badań przeprowadzonych przez J. Frenkla i A. Rose’a można określić korelację PLN/EUR do EUR/USD jako „symetryczny szok monetarny”, a EUR/USD jako „asymetryczny szok monetarny” [Bilski i Janicka 2011, s. 192]. Trzeba pamiętać, że szok asymetryczny – zgodnie z teorią ekonomii – zawsze uruchamia w gospodarce procesy dostosowawcze, które w przypadku np. walut mogą zakłócać lub hamować synchronizację danej gospodarki z określoną strefą walutową. W przypadku polskiej gospodarki zakłócenia te mogą wystąpić w stosunku do strefy euro.

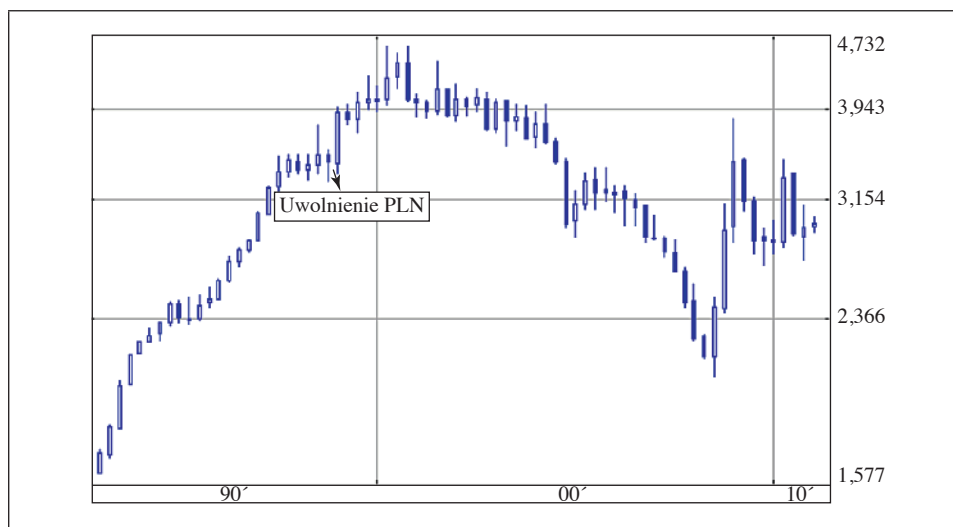
W okresie 1990–2010 dominującą rolę w strukturze polskiego rynku walutowego ogrywał dolar amerykański. Na tej podstawie można mówić o swoistym zaburzeniu polegającym na istnieniu dwuwalutowości w postaci PLN i USD. Cecha ta charakteryzuje rynki eksterytorialne, a takim w analizowanym okresie był polski rynek walutowy. Od połowy 2007 r. (a więc momentu rozpoczęcia kryzysu finansowego) do dominacji dolara amerykańskiego w polskim rynku walutowym dołączyły jeszcze euro i frank szwajcarski. To wahania tych walut w istotny sposób kształtują i określają polski rynek walutowy, wywołując na nim okresowe turbulencje. Dlatego bardziej szczegółowej analizie poddano następujące pary walutowe: PLN/USD, PLN/EUR i PLN/CHF.

Wraz z uwolnieniem kursu złotego w kwietniu 2000 r. kurs polskiej waluty ustanowił w maju, w odniesieniu do dolara amerykańskiego, historyczny i zarazem maksymalny pułap  $PLN/USD = 4,78$ . Nieudana próba przełamania tej tendencji rozpoczęła wzrostowy trend dla złotego, który po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej w 2004 r. jeszcze przybrał na sile. Ten trend trwał aż do sierpnia 2008 r., kiedy za jednego dolara płacono prawie 2 zł. Skala umocnienia polskiej waluty, spowodowana w dużej mierze działalnością spekulacyjną, była ogromna i wiele osób zaczęło uznawać ten trend za stały i niezmienny. Jednak pojawienie się ostatniego kryzysu ogólnoswiatowego, a głównie upadek amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers, znacząco podniosło poziom ryzyka inwestycyjnego szczególnie w krajach Europy Wschodniej (ale również i Europy Zachodniej), co zapoczątkowało odpływ kapitału z tych rejonów.

Znaczący odpływ kapitału spowodował bardzo gwałtowną deprecjację złotego, którego kurs w ciągu 7 miesięcy wzrósł z  $PLN/USD = 2$  na prawie  $USD/PLN = 4$ , czyli niemal o 100%.

Analizując kształtowanie się złotego po uwolnieniu kursu, w odniesieniu do euro, można zauważyć jego konsolidację z euro w szerokim pasie pomiędzy

PLN/EUR = 3,4 a PLN/EUR = 4,9 (rys. 2). Po uwolnieniu złotówki w pierwszym okresie nastąpiło jej umocnienie do wskazanego wcześniej poziomu PLN/EUR = 3,4, który polska waluta osiągnęła w maju 2001 r. Trwająca dekonjunktura światowa obniżająca apetyt na ryzyko spowodowała odwrócenie się trendu. Od tego momentu nastąpił średnioterminowy trend wzrostowy na parze PLN/EUR, który po przekroczeniu poziomu 3,8 przyspieszył i doprowadził do wzrostu kursu tych walut na poziomie 4,9 złotego za jedno euro w lutym 2004 r.

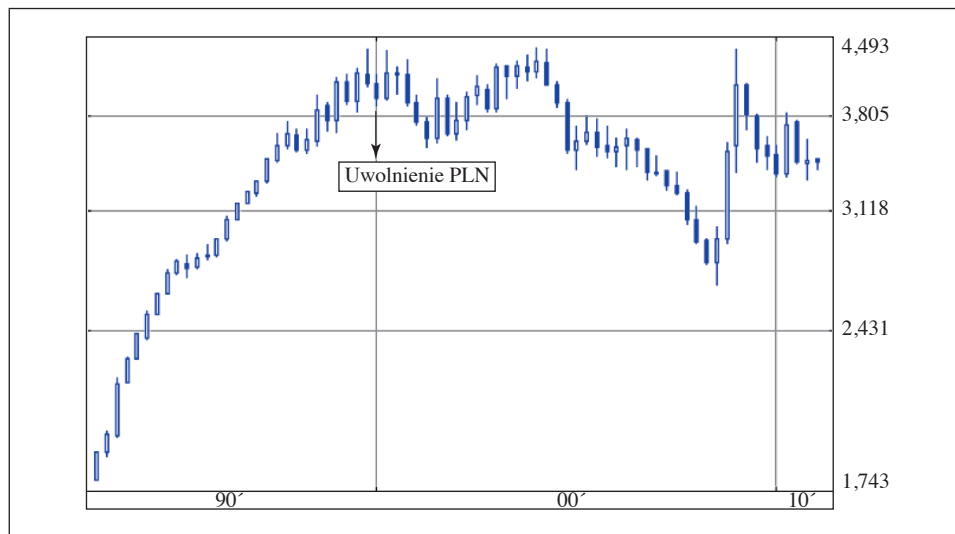


Rys. 2. Kształtowanie się wartości PLN/USD w latach 1990–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie aplikacji Euromarket.

Akcesja Polski do Unii Europejskiej umocniła złotego, który zaczął systematycznie umacniać się w stosunku do euro (rys. 3). Po dojściu do kursu PLN/EUR = 3,8 w lutym 2005 r. nastąpiła 2-letnia konsolidacja. W lipcu 2008 r. został naruszony poziom 3,4 złotego za 1 euro, ale wspomniany wcześniej upadek wielkiego banku w USA i znaczne zwiększenie ryzyka inwestycyjnego spowodowało, podobnie jak w przypadku dolara amerykańskiego, znaczny odpływ kapitału i początek deprecjacji złotego, powodując, że przełamanie powyższego poziomu było fałszywym sygnałem i nastąpiło, podobnie jak w przypadku dolara, gwałtowne umacnianie się euro w stosunku do złotego, które w 6 miesięcy osiągnęło kurs PLN/EUR = 4,9.

W przypadku franka szwajcarskiego, czyli pary walut PLN/CHF, kurs kształtował się w przedziale od PLN/CHF = 2,1 do PLN/CHF = 3,1 (rys. 4). Okres ten charakteryzował się pogorszeniem warunków gospodarczych na świecie i zmniejszeniem się poziomu akceptacji ryzyka, co nie sprzyjało słabszym walutom.



Rys. 3. Kształtowanie się wartości PLN/EUR w latach 1990–2010

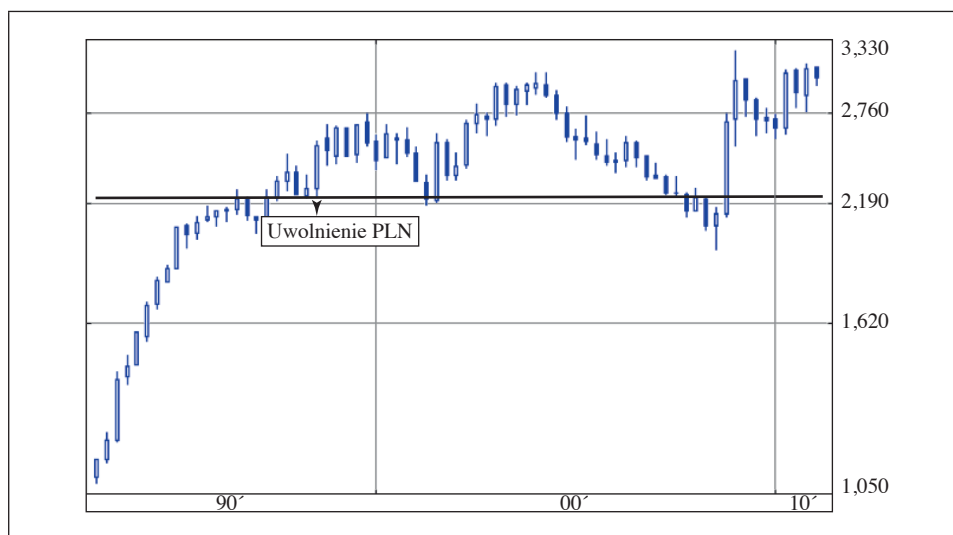
Źródło: opracowanie własne na podstawie aplikacji Euromarket.

Trend wzrostowy franka szwajcarskiego można zauważyć do momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej, czyli 1 maja 2004 r., kiedy to szwajcarska waluta osiągnęła poziom kursu PLN/CHF = 3,1.

Postępujący od sierpnia 2007 r. proces załamania na międzynarodowych rynkach finansowych, a w związku z tym duża spekulacja na wszystkich słabych walutach, ucieczka inwestorów od ryzyka walutowego i równoczesny utrzymujący się duży popyt na franka szwajcarskiego nie pozostały bez znaczenia dla złotówki, która do listopada 2011 r. ulegała ciągłym, bardzo dużym wahaniom w stosunku do głównych walut, a w szczególności do USD, EUR i CHF, notując bardzo duże spadki. Duże wahania złotego nie pozostają również bez znaczenia dla polskiej gospodarki. Drożejący pieniądź powoduje znaczne turbulencje w obszarze polskiego zadłużenia międzynarodowego oraz długu publicznego. Drożeje też produkcja krajowa, a tym samym droższy staje się eksport. Taki stan utrzymuje się od momentu wystąpienia światowego kryzysu.

Kurs złotego w tym okresie oddalał się od „zdrowych fundamentów” gospodarki, a jego osłabienie wpływało niekorzystnie na ceny, utrudniając Bankowi Centralnemu kontrolę inflacji oraz osłabiając potencjał wzrostowy PKB. Dlatego też (dla przykładu, ale też z uwagi na precedens) 23 września 2011 r. Narodowy Bank Polski (NBP) dokonał interwencji na rynku złotego, w wyniku której za euro trzeba było zapłacić 4,40 zł, za dolara 3,25 zł, a za franka szwajcarskiego 3,60 zł. Przed interwencją za wspólną walutę płacono 4,50 zł, za dolara niemal 3,35 zł,

a franka – 3,69 zł. Ta spektakularna interwencja okazała się skuteczna, niemniej jednak dalsze ewentualne interwencje NBP będą odnosiły skutek tylko w sytuacji, gdy Bank Centralny będzie miał rynek po swojej stronie, czyli gdy na rynku globalnym nastąpi przynajmniej częściowe uspokojenie.



Rys. 4. Kształtowanie się wartości PLN/CHF w latach 1990–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie aplikacji Euromarket.

Analizując polski rynek walutowy, można zauważyć dużą zmienność polskiej waluty. W tej sytuacji niezbędne jest zaproponowanie przez polskie władze monetarne nowej koncepcji reżimu kursowego, która łączyłaby w sobie stabilizację wahań kursu złotego i zbliżenie struktury walutowej do struktur rozwiniętych rynków walutowych.

Obecnie polski system walutowy określany jest jako non-system i na razie nie ma perspektyw na zmianę tego stanu. Zmiana mogłaby nastąpić w sytuacji rozpoczęcia przez Polskę procedury włączenia złotówki do strefy euro. Z uwagi na panujący kryzys w strefie euro polskie władze monetarne zawiesiły działania akcesyjne. Jeśli kryzys w sektorze finansowym będzie postępował, złoty będzie tracił bez względu na działania NBP, a skalę tych strat określać będą: globalny kryzys finansowy, rosnący deficyt budżetowy w Polsce, postępujące zadłużenie w gospodarce światowej, przyszłość strefy euro, problem zanikającej roli międzynarodowych instytucji finansowych, dalsze spekulacje na polskim złotym oraz postulaty większej reprezentacji wschodzących gospodarek i państw rozwijających się w Międzynarodowym Funduszu Walutowym. Aby zapobiec tym niekorzystnym



tendencjom, NBP powinien wprowadzić na stałe interwencje walutowe, mające na celu utrzymanie wahań złotego w ustalonych marżach (dotychczas są to tylko incydentalne interwencje) – tym samym ustalenie wybranych walut interwencyjnych w stosunku do złotówki. W tym celu powinien – po uzgodnieniach z UE – zostać wdrożony mechanizm VSTF (*very short term facility*) do współfinansowania interwencji na rynkach walutowych i z którego powinien skorzystać NBP.

### **3. Pojęcie, istota i typologia ryzyka kursowego a problem niestabilności walutowej**

Ryzyko jest kategorią, która występuje we wszystkich obszarach działalności człowieka, ale niekoniecznie w sensie świadomego i skalkulowanego ryzyka. Najogólniej ryzyko jest wskaźnikiem stanu lub zdarzenia, które może prowadzić do strat. Jest ono proporcjonalne do prawdopodobieństwa wystąpienia tego zdarzenia i do wielkości strat, które może spowodować [Ciszek 2010, s. 264].

Ryzyko kursowe (walutowe) definiowane jest jako bieżąca pozycja lub pozycje przyszłych okresów bądź też przewidywany przyszły składnik aktywów lub pasywów, denominowany w walucie obcej, który czy to z przyczyn handlowych (rachunek zysków i strat), czy też bilansowych musi być przeliczony na inną walutę według kursu, który jeszcze nie został określony [Bennett 2000, s. 28–29]. Istnienie tego rodzaju ryzyka jest bezpośrednim skutkiem braku stabilności i powstawania różnic kursowych. Ryzyko walutowe stanowi również niebezpieczeństwo pogorszenia się sytuacji finansowej firmy na skutek niekorzystnej zmiany kursu walutowego. Dlatego ryzyko to określane jest również mianem ryzyka kursowego będącego konsekwencją rynkowej zmiany i niestabilności kursów walutowych. Zmiany tych kursów powodują zatem zmianę warunków działalności gospodarczej każdej firmy, która bezpośrednio lub pośrednio prowadzi wymianę towarów lub w jakikolwiek inny sposób zajmuje się obrotem pieniężnym w kraju i z zagranicą. Wpływają również zasadniczo na stabilność gospodarczą danej gospodarki narodowej, czyniąc ją w odczuciu inwestorów mniej lub bardziej stabilną (podstawowymi parametrami determinowanymi przez kurs walutowy w każdej gospodarce narodowej są: PKB, poziom stóp procentowych, poziom bezrobocia, inflacja, bilans płatniczy, poziom rezerw walutowych brutto, inwestycje portfelowe i bezpośrednie). Podstawowym zagrożeniem i równocześnie konsekwencją dla wszystkich podmiotów uczestniczących w obrocie międzynarodowym są wahania kursów walutowych. Zagrożenie powiązane z ryzykiem płynącym ze zmiennych kursów walutowych określone zostało jako *exposure*, czyli sytuacja, w której podmiot uczestniczący w wymianie międzynarodowej posiada w walutach obcych denominowane kwoty [Miciuła 2010, s. 303].

Nieodłącznym elementem ryzyka walutowego jest ekspozycja na to ryzyko, która obejmuje [Miciuła 2010, s. 29]:

- pozycje bilansu denominowane w walucie obcej,
- rzeczywiste, fizyczne zakupy oraz sprzedaż dóbr i usług, które nie zostały jeszcze zafakturowane,
- transakcje kupna i sprzedaży przyszłych okresów,
- rachunki i płatności denominowane w walutach obcych.

Jak już wcześniej wspomniano, ryzyko występuje zawsze. Nie można od niego uciec, natomiast można nim zarządzić po to, by je zminimalizować i ograniczyć. Ten sam proces dotyczy ryzyka walutowego (kursowego). Dlatego bardzo ważny jest proces zarządzania ryzykiem walutowym, który pozwoli podmiotowi zająć właściwą pozycję walutową. W praktyce gospodarczej wyróżnia się następujące rodzaje pozycji walutowych:

- domknięta – wartość oczekiwanych wpływów w danej walucie równa się oczekiwany wydatkom w tej samej walucie,
- otwarta długa – wartość oczekiwanych wpływów w danej walucie przewyższa oczekiwane wydatki w tej walucie,
- otwarta krótka – wartość oczekiwanych wydatków w danej walucie przewyższa oczekiwane wpływy w tej walucie.

Aby ocenić stosunek firm do ryzyka walutowego, przeprowadzono badania<sup>1</sup>. Na podstawie otrzymanych wyników można wyciągnąć następujące wnioski:

- około 88% firm jest „jednoznacznie” bądź „prawdopodobnie” narażone na ryzyko walutowe,
- wśród negatywnych skutków występowania ryzyka walutowego dominuje w przedsiębiorstwach przede wszystkim przekonanie o możliwości spadku opłacalności eksportu (62% wszystkich odpowiedzi),
- ponad 85% przedsiębiorstw „jednoznacznie” bądź „raczej tak” doświadczyło negatywnych skutków tego ryzyka w swojej działalności,
- jedną z przyczyn doświadczenia negatywnych skutków ryzyka walutowego jest brak odpowiednich zabezpieczeń mitygujących to ryzyko bądź nieskuteczne ich stosowanie (90% odpowiedzi),
- przepływy w przedziale 11–50 mln zł rocznie są najbardziej narażone na ryzyko walutowe (25% odpowiedzi),

<sup>1</sup> Badania w formie ankiety składającej się z 12 pytań przeprowadzone zostały drogą telefoniczną wśród 500 największych przedsiębiorstw w okresie od 1 września do 15 grudnia 2010 r. Dobór przedsiębiorstw do badań miał miejsce na podstawie listy największych przedsiębiorstw według dziennika „Rzeczpospolita” z 2009 r. Ze względu na temat badań z listy tej zostały wykluczone przedsiębiorstwa i instytucje z szeroko pojętej branży finansowej i ubezpieczeniowej, gdyż ich charakter działalności jest ściśle związany z zarządzaniem ryzykiem walutowym i tym samym stanowi ono część ich działalności operacyjnej. Z podanej wyżej populacji na udział w badaniach wyraziło zgodę 346 przedsiębiorstw.

- odsetek przedsiębiorstw, które podejmują decyzje dotyczące zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym wyłącznie wewnątrz swojej firmy, wynosi 70%,
- najpopularniejszymi instrumentami do zarządzania ryzykiem walutowym są w przedsiębiorstwach kontrakty *forward*; instrumenty te stosowane są przez 37% ankietowanych firm,
- największe trudności związane z wykorzystaniem instrumentów pochodnych sprawiają przedsiębiorstwom kwestie dotyczące księgowania tych instrumentów oraz ciągły brak jednoznacznych przepisów dotyczących opodatkowania instrumentów pochodnych (około 55% odpowiedzi),
- niezbędne informacje o zarządzaniu ryzykiem walutowym przedsiębiorstwa pozyskują głównie za pośrednictwem Internetu (około 20% odpowiedzi),
- odsetek firm, które mają zamiar zacząć współpracę ze specjalistycznymi firmami, wynosi 50%; liczba firm, które samodzielnie skutecznie zarządzają ryzykiem wynosi 10%, co świadczy o problemach, jakie napotykają przedsiębiorstwa przy samodzielnej próbie zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym.

Można zatem stwierdzić, że poziom zagrożenia ryzykiem walutowym wśród przedsiębiorstw rośnie, co potwierdza wcześniej postawioną tezę, że każda firma działająca na rynku podlega ryzyku i że nie można go uniknąć. Problem ryzyka walutowego jest w chwili obecnej bardzo istotny dla bilansów firm i należy je minimalizować nie tylko wewnątrz firmy, ale również z pomocą specjalistów zewnętrznych. Niezależnie od podjętych działań – mitygacja ryzyka walutowego wpływa na kondycję bieżącą i przyszłą poszczególnych gospodarek narodowych.

#### **4. Zarządzanie niestabilnością kursową a problem jej internacjonalizacji i mitygacji**

Zwiększający się poziom niepewności ekonomicznej w warunkach współczesnej, kryzysogennej gospodarki światowej i wyraźnego kryzysu w finansach publicznych wielu gospodarek narodowych zmienił sposób funkcjonowania rynków finansowych. Jednym z rezultatów zmiany tej efektywności są bardzo gwałtowne wahania na rynkach walutowych. Zarządzenie ryzykiem walutowym staje się więc zagadnieniem pierwszoplanowym. Obejmuje ono prowadzenie właściwej polityki dotyczącej ryzyka na szczeblu przedsiębiorstwa, a związanej w zasadniczej swojej części z następującymi procesami: spekulacji, akceptacji, przeniesienia i mitygacji.

Przyjmując strategię spekulacji, dane przedsiębiorstwo nie zabezpiecza swoich otwartych pozycji lub zabezpiecza je w sposób niewystarczający i mało efektywny. Dodatkowo przyjmuje ono postawę „jakoś to będzie”. Nerozerwalnie z tą strategią

związane jest często stosowane przez firmy podejście, a mianowicie w przypadku wystąpienia strat z tytułu ryzyka walutowego są one przerzucane na klientów.

Wybierając strategię akceptacji, przedsiębiorstwo godzi się z potencjalnym ryzykiem, ale nie wykonuje żadnych działań zabezpieczających. Strategię tę cechuje zawsze przerzucanie potencjalnie powstałych kosztów na klientów.

Podobnie wygląda sytuacja w przypadku strategii przeniesienia, z tą jednak różnicą, że dodatkowo przedsiębiorstwo przenosi potencjalne ryzyko walutowe i ewentualne koszty powstałe z tytułu jego materializacji na inne, dodatkowe walory, np. ubezpieczenie.

W przypadku mitygacji następuje właściwe zarządzanie ryzykiem walutowym. Oznacza to, że przedsiębiorstwo przyjmuje to ryzyko, ale w pełni nim zarządza, łącznie z zastosowaniem tzw. action planów, a więc działań, które mają zabezpieczyć obecne i przyszłe poczynania przedsiębiorstwa poprzez całkowitą, a tam gdzie nie jest to możliwe – częściową jego niwelację.

Zasadniczym celem zarządzania ryzykiem walutowym poprzez jego mitygację jest więc poprawa wyników finansowych firmy oraz zapewnienie takich warunków, aby nie ponosiła ona strat większych niż założone. W procesie mitygacji następuje rozpoznawanie składników (czynników) ryzyka, z jakimi firma może mieć do czynienia, a następnie ich kontrola i pomiar.

Najważniejszym celem zarządzania ryzykiem walutowym jest absolutna stabilizacja wartości przyszłych przepływów pieniężnych denominowanych w walutach obcych, na założonym i akceptowalnym przez daną firmę poziomie. Właściwe zarządzanie ryzykiem walutowym nie może efektywnie obyć się bez doboru instrumentów zabezpieczających. W literaturze przedmiotu wskazuje się na dwie grupy instrumentów: instrumenty wewnętrzne – hedgingowe oraz instrumenty zewnętrzne. Obydwie grupy zawierają całą paletę instrumentów pozwalających w sposób efektywny zarządzać ryzykiem walutowym. W przypadku zabezpieczeń wewnętrznych firma bazuje w pierwszej kolejności na regulacjach i procedurach wewnętrznych. Ich liczba jednak jest ograniczona legislacją wewnątrz danej firmy. W przypadku zabezpieczeń zewnętrznych praktycznie nie ma ograniczeń i firma może czerpać z dużej liczby instrumentów dostosowanych do zaistniałej sytuacji i przypadku.

Aby proces zarządzania ryzykiem walutowym był efektywny i przynosił założone efekty, musi być właściwie sparametryzowany, usystematyzowany i zdefiniowany. W przeciwnym razie korzyści z tego procesu będą odmienne od założonych celów.

Internacjonalizacja mitygacji w zakresie ryzyka walutowego powinna obecnie stanowić najważniejsze zagadnienie dla wszystkich banków centralnych oraz rządów państw (szczególnie grupy G8). Zagadnienie mitygacji docelowo powinno prowadzić do sparametryzowania i usystematyzowania działań w zakresie action

planów w celu zminimalizowania skutków ryzyka walutowego. Tak zdefiniowana mitygacja powinna w dalszej kolejności podlegać procesowi internacjonalizacji po to, aby zapobiec niekontrolowanym stratom oraz częstym i dużym turbulencjom na rynku walutowym, czego jesteśmy świadkami, obserwując od dłuższego czasu międzynarodowe rynki finansowe. Wszystkie zawirowania na rynkach finansowych, a szczególnie walutowych, są efektem wszechobecnej spekulacji i braku mitygacji fluktuacji kursów walutowych w aspekcie międzynarodowym.

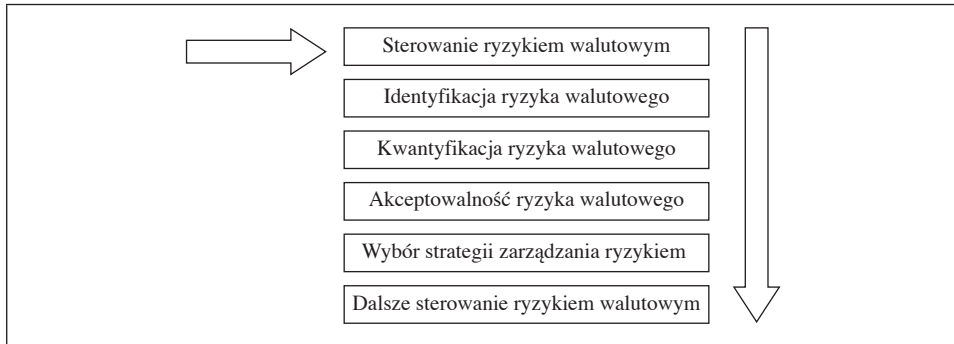
Zasadniczym punktem procesu internacjonalizacji w zakresie mitygacji ryzyka walutowego powinna być stabilizacja wartości przyszłych przepływów pieniężnych denominowanych w walutach obcych. Prowadzić to będzie do pełnego zabezpieczenia pozycji walutowej w taki sposób, aby zmiany kursu walutowego nie powodowały zmiany wartości tych przepływów, a jednocześnie pozwalały na czerpanie korzyści z pojawiających się dodatnich różnic kursowych.

Czynnikami prowadzącymi do parametryzacji procesu mitygacji ryzyka walutowego w skali międzynarodowej powinny być [Miciuła 2010, s. 309]:

- specyfikacja w zakresie zagranicznych przepływów handlowych, tj. powtarzalność tych przepływów, terminy płatności, wielkość transakcji i ekspozycji, kierunek przepływów, waluta rozliczenia,
- siła wpływu zmiany kursów na wyniki finansowe firmy, wielkości zagranicznych obrotów handlowych w stosunku do obrotów ogółem,
- szybkość, z jaką można dostosować ceny, by skompensować wpływ nieoczekiwanych zmian w kursie walutowym na marżę zysku,
- umiejętności kadry zarządzającej w zakresie mitygacji ryzyka walutowego,
- możliwość zastosowania wewnętrznych instrumentów zabezpieczających i (lub) instrumentów zewnętrznych.

Na podstawie tak określonych warunków można rozpocząć budowę strategii mitygacyjnych dostosowanych do specyfiki poszczególnych gospodarek narodowych – szczebel makro i poszczególnych firm – szczebel mikro. Trzeba pamiętać, że najważniejszy czynnik przy konstruowaniu strategii zarządzania ryzykiem walutowym to czynnik ludzki, a nie jak można by sądzić – środki pieniężne. Wiele firm o bardzo dużym potencjale finansowym, mające rozbudowane działy finansowe, ponosi co roku wysokie straty z tytułu ujemnych różnic kursowych w wyniku źle skonstruowanych strategii zabezpieczających [Miciuła 2010, s. 307–308].

Na rys. 5 przedstawiono generyczny proces zarządzania ryzykiem walutowym w procesie jego mitygacji. Najważniejszym elementem tego rysunku jest ustalenie momentu powstania ryzyka, czyli ustalenia cen za sprzedane (kupione) towary, gdy nie ma już możliwości absorpcji ruchów kursów walutowych w cenę produktu, a następnie decyzja o wyborze strategii zabezpieczających do określonych rodzajów płatności i rozliczeń.



Rys. 5. Generyczny proces zarządzania ryzykiem walutowym w procesie jego mitygacji  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie doświadczeń z praktyki gospodarczej.

Prawidłowo zmitygowane ryzyko sprawia, że prawdopodobieństwo jego wystąpienia w przyszłości jest minimalne. Nie oznacza to jednak, że nie może ono ulec powtórzeniu. Zakres i prawdopodobieństwo wystąpienia takiego ryzyka w przyszłości będą zależeć od skuteczności zaimplementowania planów awaryjnych. Prawidłowo przeprowadzona mitygacja ryzyka to taka, w wyniku której zmitygowane ryzyko jest jak najmniejsze lub w całości wygaszone, a jego wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstwa jest minimalny. Ponadto właściwie przeprowadzony proces mitygacji daje kadrze zarządzającej w przedsiębiorstwach pewność, że każde potencjalnie znaczące ryzyko zostało zidentyfikowane i zmitygowane do akceptowalnego poziomu. Ryzyko kursowe było i jest trwałym i nierozłącznym elementem handlu z państwami, które posługują się inną walutą. Odpowiednia organizacja w zarządzaniu i mitygowaniu tego ryzyka z jednej strony stanowi doskonałe narzędzie w podnoszeniu bezpieczeństwa finansowego na szczeblu mikro- i makroekonomicznym, z drugiej zaś – świadczy o jego internacjonalizacji.

## 5. Globalne metody stabilizacji kursów walutowych – próba retrospekcji

Stabilność globalnych rynków finansowych w istotny sposób determinowana jest wahaniami kursów walut. Ich dynamiczny charakter można zmitygować w pierwszej kolejności metodami globalnymi, tj.: wielostronną integracją walutową, jednostronnym związaniem własnej waluty z walutą obcą, segmentacją rynków walutowych oraz inżynierią finansową.

Wielostronna integracja walutowa wiąże się z wprowadzeniem wspólnej waluty. Oznacza to dla grupy krajów, które uczestniczą w takiej integracji, większą odporność na kryzysy finansowe, przy założeniu, że gospodarki tych krajów są „zdrowe”

i nie jak to ma miejsce obecnie (dotyczy to kilku krajów z obszaru Eurolandu) – zadłużone. Powstanie Unii Gospodarczej i Walutowej wyeliminowało wahania kursów walut i ryzyko kursowe oraz koszty transakcyjne przy wymianie walut. Powstanie wspólnej waluty euro przyczyniło się do większej stabilności kursowej krajów, które przyjęły takie rozwiązanie [Rymarczyk 2010, s. 232].

Jednostronne związanie własnej waluty z walutą obcą polega na wprowadzeniu obcej kluczowej waluty zamiast własnej. Metoda ta pozwala stabilizować rynek finansowy danego kraju, zmniejszając wahania kursowe, którym kluczowe waluty ulegają w mniejszym stopniu niż waluty słabe, i zwiększyć jego przejrzystość. Jednakże oznacza ona utratę suwerenności pieniężnej i walutowej. Nie ma przy tym żadnej gwarancji, że kraj kluczowej waluty będzie prowadził politykę pieniężną korzystną dla „dolaryzowanego” czy „euroizowanego” kraju. Konsekwencje mogą być fatalne, zwłaszcza wtedy, gdy na skutek wysokiego kursu przyjętej waluty obcej nastąpi spadek eksportu i wzrost importu. Powstały deficyt bilansu handlowego może wtedy być sfinansowany tylko przez wzrost inwestycji lub zewnętrzne zadłużenie [Rymarczyk 2010, s. 233].

Innym sposobem proponowanym w celu przeciwdziałania kryzysom finansowym jest podwyższenie kosztów transakcyjnych na rynkach walutowych, czyli ich segmentacja. Wyższe koszty wskutek opodatkowania transakcji walutowych ograniczyłyby płynność i żywiołowość przede wszystkim kapitału krótkoterminowego dokonującego największej ilości obrotów. Propozycja ta jest znana pod nazwą podatku Tobina (od nazwiska jej twórcy). J. Tobin przedstawił koncepcję, w myśl której transakcje walutowe mogłyby być opodatkowane w wysokości 1% w kraju, z którego waluta wypływa, i w tej samej wysokości – w kraju przyprływu waluty.

Segmentacja obszarów walutowych może być realizowana poprzez kontrolę przepływów krótkoterminowych kapitałów spekulacyjnych. Elastycznym instrumentem jest wprowadzenie obowiązku deponowania w banku centralnym części wprowadzanego na dany rynek kapitału. Wysokość depozytu może się zmieniać od zera do 100%, w zależności od okresu i sfery inwestowania [Rymarczyk 2010, s. 235].

## 6. Zakończenie

Problem stabilności kursowej obecnie determinowany jest przez:

- politykę kursową każdego państwa, z którą wiąże się nierozzerwalnie zagadnienie wielkości przedziału wahań kursu oraz jego płynność i zróżnicowanie,
- interwencje banku centralnego,
- konieczność zarządzania ryzykiem kursowym ze względu na wzrost wymiany międzynarodowej oraz zmienności kursów walutowych,

- spekulację, czyli brak strategii zarządzania ryzykiem kursowym,
- ekspozycję na ryzyko kursowe, która jest wprost proporcjonalna do wielkości należności i zobowiązań w walutach obcych,
- właściwą mitygację ryzyka kursowego zabezpieczającego przyszłą ekspozycję firmy,
- specyfikację wszystkich parametrów określających wymianę międzynarodową,
- generyczność w zakresie mitygacji ryzyka kursowego i jego internacjonalizacji,
- parametryzację i unifikację procedur mitygujących ryzyko kursowe na szczeblu: przedsiębiorstw, banków centralnych i rządów państw,
- rosnący poziom zagrożenia ryzykiem kursowym wśród przedsiębiorstw, co potwierdza wcześniej postawioną tezę, że każda firma działająca na rynku podlega temu ryzyku i że nie można od niego uciec,
- internacjonalizację mitygacji w zakresie ryzyka kursowego, która powinna w chwili obecnej stanowić najważniejsze zagadnienie dla wszystkich banków centralnych oraz rządów państw,
- usystematyzowanie działań w zakresie action planów w celu zminimalizowania skutków ryzyka kursowego,
- zdefiniowanie mitygacji, która powinna w dalszej kolejności podlegać procesowi internacjonalizacji po to, aby zapobiec niekontrolowanym stratom oraz częstym i dużym turbulencjom na rynku walutowym,
- skoordynowane działania wszystkich międzynarodowych instytucji finansowych w zakresie działań stabilizujących kursy walutowe w obliczu kryzysów finansowych,
- brak wystarczających, efektywnych metod stabilizujących i zabezpieczających kursy walutowe na szczeblu globalnym, uwzględniających czynnik spekulacji.

## Literatura

- Bennett D. [2000], *Ryzyko walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków.
- Bilski J., Janicka M. [2011], *Ewolucja reżimu kursowego w perspektywie przystąpienia do strefy euro* [w:] *Wzrost gospodarczy i finanse międzynarodowe*, red. S. Bukowski, J. Misala, CeDeWu, Warszawa.
- Ciszek K. [2010], *Zarządzanie ryzykiem na rynku węgla w Polsce – wybrane problemy*, Nauka i Gospodarka, Kraków.
- Drabowski E. [1982], *Klasyfikacja kursów walutowych*, „Handel Zagraniczny”, 10 stycznia.
- Miciuła I. [2010], *Zarządzanie ryzykiem walutowym elementem funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach międzynarodowych*, Nauka i Gospodarka, Kraków.
- Rymarczyk J. [2010], *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa.



## Streszczenie

Współcześnie bardzo dynamiczne zmiany kursów walutowych wszystkich właściwie walut, przez ich wpływ na ceny importu i eksportu, poziom stóp procentowych, dochodów i wpływów budżetowych państwa – działają destabilizująco na gospodarki poszczególnych krajów, co w konsekwencji prowadzi do kryzysu finansowego. Istotnym czynnikiem jest również obserwowana zależność rynków finansowych od polityki pieniężnej i walutowej instytucji finansowych w krajach kluczowych walut. Wynika z tego ich wysoka odpowiedzialność za stabilizację sytuacji na głównych rynkach finansowych i konieczność kooperacji przede wszystkim między najważniejszymi instytucjami triady, tj. Bankiem Rezerw Federalnych USA, Bankiem Japonii oraz Europejskim Bankiem Centralnym.

Brak spójnych, jednolitych i powszechnych mechanizmów stabilizujących na szczeblu poszczególnych gospodarek narodowych, działania spekulacyjne inwestorów prywatnych i instytucjonalnych oraz bardzo częste przyjmowanie przez firmy strategii spekulacji są powodem dużych zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych oraz coraz wyższych kosztów dla firm.

**Słowa kluczowe:** kurs walutowy, mitygacja, ryzyko, kryzys.

## Exchange Rate Stabilisation at a Time of Financial Crisis – An Attempt at Assessment

The recent volatility of exchange rates of practically all currencies exerts a direct influence on import/export prices, interest rate levels, state budget revenues and profits. This has had a destabilising effect on national economies and consequently triggered a financial crisis, i.e. the situation that we are currently in. One important factor is the apparent dependence of financial markets on the monetary and exchange rate policies pursued by the financial institutions of key-currency countries. These institutions, accordingly, have a great deal of responsibility for stabilising key financial markets and collaboration between the main institutions of the Triad, i.e. the US Federal Reserve, the Bank of Japan and the European Central Bank.

In the absence of coherent, unified and widespread stabilisation mechanisms at the level of national economies and in the face of speculative behaviour by private and institutional investors, plus speculative strategies being commonly adopted by businesses, international financial markets remain highly turbulent and companies have to cope with a rising expense bill.

**Keywords:** exchange rate, mitigation, risk, crisis.