

Kamil Kotliński

Katedra Makroekonomii

Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie

Ryzyko kursowe w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej podczas kryzysu w latach 2008–2011

Wstęp

Polska, tak samo jak Węgry, Czechy, Słowacja, Słowenia, Estonia, Litwa, Łotwa, Bułgaria i Rumunia jest członkiem Unii Europejskiej. Kraje te są wyraźnie biedniejsze od „starych członków Unii Europejskiej”, oprócz tego łączy je fakt, że były w przeszłości gospodarkami centralnie sterowanymi i podjęły się procesu transformacji rynkowej. W wyniku procesów integracji i globalizacji stają się gospodarkami coraz bardziej otwartymi i cechuje je relatywnie wysoka dynamika rozwoju gospodarczego. Powiązania ekonomiczne z UE zintensyfikowały się po akcesji tych państw do UE. Prowadzenie działalności gospodarczej coraz częściej wiąże się z koniecznością zawierania transakcji w innej walucie niż krajowa, a to z kolei z ryzykiem kursowym. Jednakże z powodu stosowania różnych reżimów walutowych ryzyko kursowe odmiennie kształtuje się w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, które są członkami Unii Europejskiej.

Systemy kursowe krajów Europy Środkowo-Wschodniej zostały poddane ciężkiej próbie kryzysu finansowego, który rozpoczął się na rynku kredytów hipotecznych w USA w 2007 roku, a w 2008 roku nastąpiła jego transmisja na resztę świata. W drugiej połowie 2008 roku gospodarka światowa weszła w fazę szybko narastającego, synchronicznego spowolnienia. Była to najgłębsza recesja od II wojny światowej. Transmisja kryzysu do gospodarek krajów Europy Środkowo-Wschodniej nastąpiła dwoma kanałami: poprzez ograniczenie popytu zewnętrznego w wyniku recesji w wysoko rozwiniętych krajach oraz poprzez zmniejszenia napływu kapitału (a nawet jego odpływu) w wyniku globalnego kryzysu finansowego, co wpłynęło na obniżenie popytu krajowego [Teichmann 2010, s. 25–26].

W sytuacji załamania gospodarczego korzystna jest, z makroekonomicznego punktu widzenia, deprecjacja waluty krajowej, gdyż obniża względną cenę krajowego eksportu i podnosi względną cenę krajowego importu [Krugman 2007, s. 51]. Deprecjacja waluty wystąpiła w krajach stosujących system kursu płynnego (Polska, Węgry, Czechy, Rumunia). Słowenia i Słowacja nie mogły

odwołać się w działaniach dostosowawczych do mechanizmu kursowego, ponieważ w badanym okresie miały już euro (Estonia przyjęła wspólną walutę 1 stycznia 2011 roku, a więc w trakcie badanego okresu). Pozostałe z badanych krajów nie skorzystały z możliwości poprawy konkurencyjności swojego eksportu drogą dewaluacji i utrzymały sztywne kursy swoich walut (Bułgaria, Litwa oraz Estonia do 2011 r.). Łotwa również nie dokonała dewaluacji, zmiany kursu mieściły się w dopuszczalnym korytarzu wahań $\pm 1\%$.

Utrata możliwości prowadzenia polityki kursowej jest jednym z kosztów przyjęcia wspólnej waluty. Polska zobowiązała się do usztywnienia w bliżej nieokreślonej przyszłości kursu złotego, a następnie konwersji waluty na euro. Dlatego uzasadnione są badania porównujące ryzyko kursowe i jego wpływ na wielkości realne w krajach Europy Środkowo-Wschodniej stosujących różne systemy kursowe.

Ryzyko kursowe i jego rodzaje

Ryzyko kursowe to potencjalna zmiana przychodu lub kosztów wynikająca z nieoczekiwanej zmiany kursu waluty [Tymoczko 2009, s. 72]. Przedsiębiorstwo wykorzystujące różne waluty w transakcjach handlowych jest narażone na ryzyko kursowe w przypadku rozbieżności w czasie pomiędzy momentem powstania należności lub zobowiązania a momentem ich realizacji.

Dla eksporterów i importerów zmiana kursu walutowego jest zmianą wartości dostaw w przeliczeniu na walutę krajową. Tak samo dla uczestników międzynarodowych operacji finansowych zmiana kursu oznacza zmianę wartości pożyczki lub operacji kapitałowych w przeliczeniu na walutę krajową [Rozliczenia międzynarodowe 2011, s. 319–320]. Zmiana kursu, niezależnie od tego czy jest przewidywana czy jest zaskoczeniem, zmienia warunki prowadzenia działalności przedsiębiorstw powiązanych z rynkami zagranicznymi. Przy czym nowa sytuacja może być dla przedsiębiorstwa korzystna lub niekorzystna. Dla eksporterów deprecjacja (dewaluacja) własnej waluty jest sytuacją korzystną, bo w przeliczeniu na walutę krajową sprzedają swoje produkty drożej. Z kolei importowane produkty stają się droższe i mniej konkurencyjne w stosunku do krajowych substytutów. Z tego powodu dla importerów korzystna jest aprecjacja (rewaluacja) waluty krajowej, która z kolei pogorszy sytuację eksporterów na rynkach zagranicznych.

Ekspozycja na ryzyko walutowe obejmuje [Bennett 2000, s. 28–29]:

- pozycje bilansu nominowane w obcej walucie,
- rzeczywiste, fizyczne zakupy oraz sprzedaż dóbr i usług, które jeszcze nie zostały zafakturowane,

- transakcje kupna i sprzedaży przyszłych okresów,
- rachunki i płatności w obcych walutach, które pojawią się, jeśli dojdzie do zawarcia transakcji handlowej.

Wyróżnia się kilka rodzajów ryzyka kursowego: ryzyko przeliczeniowe, ryzyko transakcyjne, ryzyko długoterminowe.

Przedsiębiorstwo narażone jest na ryzyko przeliczeniowe (zwane też ryzykiem konwersji), gdy prowadzi działalność na rynkach międzynarodowych i jego majątek znajduje się w wielu krajach używających różnych walut. Ryzyko konwersji występuje przy konsolidacji sprawozdań finansowych filii przedsiębiorstw zagranicznych, które prowadzą rachunkowość w walucie swojego kraju, innej niż waluta podmiotu dominującego [Najlepszy 2000, s.127]. Ryzyko to ma jedynie wpływ na wartość księgową składników bilansu oraz rachunku zysków i strat podmiotu dominującego. Nie wpływa jednak na wysokość przepływów pieniężnych i nie kreuje realnych zmian wartości aktywów i pasywów.

Ryzyko transakcyjne ma charakter pieniężny i bezpośrednio wpływa na płynność i wynik finansowy przedsiębiorstwa. Ryzyko transakcyjne jest to możliwość, że wyrażona w walucie krajowej wartość transakcji handlowych denominowanych w walutach obcych zmieni się na skutek zmian kursowych do momentu wymiany na walutę krajową walut obcych otrzymanych bądź wypłaconych jako należność za tę transakcję.

W ramach długoterminowego ryzyka kursowego zostało wyodrębnione ryzyko inwestycji zagranicznych i ryzyko konkurencji. Ryzyko konkurencji wypływa z ryzyka transakcyjnego, które powoduje zmiany w wielkości przychodów lub kosztów przedsiębiorstwa ze względu na swój bezpośredni wpływ na ceny towarów i usług. Z kolei ryzyko konkurencji wpływa na zmiany wielkości zakupów lub sprzedaży realizowanych przez przedsiębiorstwo. Powoduje ono zmianę pozycji przedsiębiorstwa w stosunku do jego zagranicznych konkurentów i może trwale wpłynąć na jego udział w rynku, ekspansję lub wycofanie się z rynków zagranicznych [Rozliczenia międzynarodowe 2011, s. 320–327]. Warto zauważyć, że ten rodzaj ryzyka dotyka również przedsiębiorstw działających wyłącznie na rynku krajowym, ale konkurujących na nim z podmiotami zagranicznymi.

Sposoby zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym

Sposobów zabezpieczenia się przed ryzykiem kursowym jest wiele. Jednym z nich jest zamknięcie pozycji walutowej, to znaczy doprowadzenie do sytuacji, kiedy zobowiązania i należności w danej walucie są sobie równe. Istotne są nie tylko kwoty, ale również terminy. Zabezpieczenia nie wymaga sytuacja, gdy należności i zobowiązania w tej samej walucie są równe pod względem kwot

i terminu zapadalności. Gdy należności są większe od zobowiązań w danej walucie obcej wówczas przedsiębiorstwo ma otwartą długą pozycję walutową. Otwarta pozycja krótka oznacza sytuację, gdy suma zobowiązań jest większa od należności.

Unikanie ryzyka walutowego też jest traktowane jako metoda zarządzania ryzykiem. Najprostszy sposób to akceptacja płatności tylko w walucie krajowej. W przypadku przedsiębiorstw mających kontrahentów zagranicznych akceptacja płatności wyłącznie w walucie krajowej jest przerzucaniem ryzyka na partnera zagranicznego. Rzadko pozycja przedsiębiorstw z państw Europy Środkowo-Wschodniej jest na tyle silna, by mogły sobie na coś takiego pozwolić. Metodą unikania ryzyka jest również ograniczanie prowadzenia działalności z przedsiębiorstwami z krajów, których kurs waluty podlega znacznym wahaniom [Misztal 2004, s. 68]. Jest to jednak niemożliwe, gdy to rodzima waluta podlega wahaniom.

Metoda redukcji ryzyka walutowego polega na podejmowaniu takich czynności, które pozwalają w znacznym stopniu ograniczyć ekspozycję na ryzyko. Jedną z możliwości jest utrzymywanie zamkniętych pozycji walutowych (czyli realizowanie tylko takich transakcji, które pod względem wielkości, terminu i waluty odpowiadają transakcji odwrotnej). Możliwe jest również stosowanie klauzul waloryzacyjnych, polegających na zmianie wartości kontraktu w zależności od zmiany kursu walutowego. Innym sposobem jest przenoszenie działalności podstawowej, np. produkcji, do kraju, w którym dokonuje się sprzedaży. Ryzyko redukuje się poprzez ponoszenie kosztów w walucie osiągnięcia przychodów, ale tylko częściowo, ponieważ w dalszym ciągu zyski transferowane do kraju producenta są nim obciążone. Dlatego jest to metoda redukcji ekspozycji, a nie eliminacji ryzyka [Tymoczko 2009, s. 74].

Zabezpieczenie transakcji za pomocą instrumentów pochodnych jest najbardziej zaawansowaną metodą przerzucania ryzyka. Do takich instrumentów pochodnych zalicza się kontrakty typu *forward*, *futures*, opcje walutowe i transakcje typu *swap*.

Kontrakt typu *forward* to sprzedaż (lub kupno) waluty, kurs ustala się w chwili zawierania transakcji, a dostawa waluty następuje w ściśle ustalonym momencie w przyszłości. Kwota i termin mogą być ustalone dowolnie, dlatego ten instrument jest określany jako niestandardowy. Ten instrument jest najczęściej stosowanym instrumentem pochodnym do ograniczania ryzyka walutowego [Tymoczko 2009, s. 88].

Podobnym, ale standaryzowanym, instrumentem jest kontrakt *futures*. Kontrakty *futures* zawierane są na giełdzie, kwota i czas rozliczenia są wystandaryzowane, dlatego mogą nie odpowiadać potrzebom przedsiębiorstwa. Ponieważ

są to instrumenty giełdowe, uczestnicy są zobowiązani wobec izby rozliczeniowej, która gwarantuje rozliczenie transakcji. Izba rozliczeniowa pobiera od stron depozyt gwarantujący, kontrakt rozliczany jest codziennie, każda zmiana kursu w stosunku do kurs terminowego rozliczana jest do dnia wygaśnięcia transakcji. Może zająć potrzeba uzupełnienia depozytu gwarancyjnego.

Opcja walutowa jest instrumentem dającym nabywcy prawo, lecz nie obowiązek, do kupna (lub sprzedaży) określonej ilości waluty po określonym kursie [Krugman 2007, s. 59]. Strona mająca prawo realizacji opcji ponosi opłatę (premię opcyjną) na rzecz wystawcy opcji, w zamian może wykonać transakcję w przyszłości lub jej zaniechać aż do momentu wygaśnięcia opcji. Wystawca opcji, który z góry otrzymał opłatę, ma obowiązek na żądanie kupującego taką transakcję z nim wykonać. Opcja kupna (*call option*) umożliwia zakup waluty, opcja sprzedaży (*put option*) daje prawo do sprzedaży waluty. Kurs, po którym właściciel opcji ma prawo do realizacji kontraktu, jest nazywany kursem wykonania (*strike price*).

Transakcja *swap* polega na wymianie strumieni płatności przez podmioty będące stronami kontraktu. *Swap* walutowy pierwszego rodzaju polega na wymianie przez strony kontraktu określonych kwot w różnych walutach w wyznaczonym terminie, przy czym strony zobowiązują się równocześnie do dokonania transakcji odwrotnej w jeszcze późniejszym terminie po z góry oznaczonym kursie. *Swap* walutowy drugiego rodzaju to kontrakt zobowiązujący strony do płatności odsetkowych od określonego kapitału w dwóch różnych walutach przez z góry ustalony okres oraz do wymiany samego kapitału w dniu wygaśnięcia kontraktu [Międzynarodowe... 2010, s. 167–168].

Możliwe jest też przeprowadzenie operacji z firmą ubezpieczeniową. Ten sposób zabezpieczenia jest dość kosztowny, bo wymaga zapłacenia składek umożliwiających tworzenie przez firmę ubezpieczającą specjalnego funduszu [Misztal 2004, s. 82].

Jak podaje Tymoczko [2009, s. 71–92], w 2007 roku jedynie 50% przedsiębiorstw w Polsce zabezpieczało swoje pozycje walutowe przed zmianą kursu. Jedną z technik akceptacji ryzyka jest również jego świadome ponoszenie. Każde wykorzystanie instrumentu pochodnego czy ubezpieczenia transakcji wiąże się z koniecznością poniesienia kosztów. Dlatego zabezpieczanie transakcji nie zawsze jest opłacalne. Przy małych transakcjach koszty zabezpieczenia mogą przewyższyć ewentualną stratę wynikłą z różnic kursowych. Właściwe stosowanie zabezpieczeń wymaga też odpowiedniej wiedzy. To są powody, dla których małe i średnie przedsiębiorstwa zabezpieczają się przed ryzykiem kursowym rzadziej niż duże.

Odmienne sytuacja eksporterów i importerów w różnych krajach Europy Środkowo-Wschodniej

Dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które są już członkami UE, najważniejszymi partnerami są inni członkowie Unii Europejskiej, w tym członkowie strefy euro [*External trade statistic* 2013; *Obroty handlu...* 2013], dlatego najważniejszym kursem walutowym jest para euro/waluta krajowa. Sytuacja przedsiębiorstw w 10 badanych krajach Europy Środkowo-Wschodniej wobec ryzyka kursowego jest różna. Wynika to z przyjęcia odmiennych reżimów kursowych przez te państwa.

Celem opracowania jest porównanie ryzyka kursowego w 10 państwach Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej oraz zbadanie wpływu stosowanego reżimu kursowego na stabilność eksportu i importu w latach 2008–2011. Ryzyko walutowe wynikające z niestabilności kursu utrudnia prowadzenie wymiany międzynarodowej. Postawiono dwie hipotezy. Hipoteza pierwsza brzmi: zmiany płynnego kursu walutowego stabilizują wielkość eksportu. Hipoteza druga: zmiany kursu walutowego łagodzą zmienności wielkości importu.

Zastosowano analizę porównawczą 10 krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które są członkami Unii Europejskiej. Do zbadania zmienności kursu walutowego obliczono rozstęp, wykorzystując dane dzienne pochodzące z Europejskiego Banku Centralnego oraz klasyczny współczynnik zmienności, wykorzystując dane kwartalne pochodzące z Europejskiego Urzędu Statystycznego Eurostat. Klasyczny współczynnik zmienności policzono również dla wielkości eksportu i importu, wyrażonych w walucie krajowej, wykorzystano dane kwartalne pochodzące z Europejskiego Urzędu Statystycznego Eurostat. Policzono współczynnik korelacji rang Spearmana dla zbadania korelacji zmienności kursu walutowego i zmienności eksportu oraz zmienności kursu walutowego i zmienności importu w pięciu badanych krajach, w których kurs podlegał wahaniom.

Płynny kurs walutowy stosują Polska, Czechy, Rumunia i Węgry. Kurs walut tych 4 państw podlega wahaniom pod wpływem sił rynkowych. Bułgaria i Litwa stosuje system izby walutowej, który nie dopuszcza żadnych odchyłeń od kursu centralnego. Łotwa stosuje system konwencjonalnego kursu stałego, w tym systemie dopuszczalny korytarz odchyłeń wynosi $\pm 1\%$ od parytetu centralnego. Słowenia w badanym okresie ma już euro – wspólną europejską walutę (od 1 stycznia 2007 r.). Słowacja przyjęła euro od 1 stycznia 2009 roku. Słowacka korona pozostawała w systemie ERM II od 28 listopada 2005 roku do końca 2008 roku. Estonia ma euro dopiero od 1 stycznia 2011 roku, wcześniej estońska korona była notowana w systemie izby walutowej.

W 4 spośród badanych krajów, które mają system kursu płynnego, w badanym okresie wystąpiła bardzo silna deprecjacja [*Euro foreign exchange...*]. Wpłynęła na to przede wszystkim sytuacja na światowych rynkach finansowych. Na początku 2009 roku inwestorzy zagraniczni postrzegali kraje regionu jako grupę jednorodną pod względem ponoszonego ryzyka inwestycyjnego. Tak wielka skala deprecjacji nie jest uzasadniona ani sytuacją makroekonomiczną, ani wartościami przepływów walutowych w sektorze realnym. Wynikała zatem z przepływów spekulacyjnych [*Rozwój systemu finansowego...* 2012, s. 230]. Rozpiętość wahań w poszczególnych krajach jest zróżnicowana.

Do zmierzenia skali deprecjacji i rozpiętości wahań kursowych wybrano skrajne kursy dnia w latach 2008–2011. Dane do obliczeń pochodzą z Europejskiego Banku Centralnego. Deprecjacja czeskiej korony względem euro pomiędzy 21 lipca 2008 roku a 17 lutego 2009 roku sięgnęła 28,4%. Skala deprecjacji rumuńskiego leja pomiędzy 6 sierpnia 2008 roku a 29 czerwca 2010 roku wyniosła 25,6%. Węgierski forint pomiędzy 18 lutego 2009 roku a 6 marca 2009 roku zdeprecjonował się o 38,7%. Największa była skala deprecjacji złotego, bo pomiędzy 23 lipca 2008 roku a 17 lutego 2009 roku wyniosła aż 52,2% [*Euro foreign exchange...*]. Jednak nowe poziomy kursów nie okazały się trwałe, po odbiciu waluty te pozostawały niestabilne [por. Kotliński 2013].

Z powyższego wynika, że ryzyko kursowe najbardziej dotknęło przedsiębiorców w Polsce. Na drugim miejscu są Węgrzy. Sytuacja Węgier była tak trudna, że kraj ten był zmuszony zwrócić się o pomoc do MFW i UE oraz radykalnie zwiększyć stopy procentowe, przeciwdziałając odpływowi kapitału [Rymarczyk 2010, s. 238–239]. W mniejszym stopniu, aczkolwiek również bardzo poważnym, problem ryzyka kursowego dotyka przedsiębiorców w Rumunii i Czechach.

W celu zbadania zmienności kursu waluty krajowej względem euro, a także zmienności eksportu i importu policzono współczynnik zmienności. Klasyczny współczynnik zmienności to stosunek odchylenia standardowego do średniej arytmetycznej. Zazwyczaj wyrażony jest w procentach. Współczynniki zmienności wyliczone dla różnych zbiorów mogą być ze sobą porównywane. Im większe przyjmują wartości, tym większe jest zróżnicowanie [*Wspomaganie procesów...* 2003, s. 68–69]. Zmienność waluty krajowej względem euro (w przypadku państw, których walutą jest euro wynosi 0), zmienność wartości eksportu i importu zawarto w tabeli 1. Posłużono się średnimi wielkościami kwartalnymi, do obliczeń użyto wartości eksportu i importu w walucie krajowej, aby uniknąć księgowego wpływu zmian kursu na wartość obrotów handlowych.

Największa zmienność wartości waluty krajowej względem euro, a tym samym największe ryzyko kursowe jest w Polsce, na drugim miejscu w Rumunii, na trzecim na Węgrzech, znacznie mniejsza występuje w Czechach, nieznaczna na Łotwie.

Tabela 1

Współczynnik zmienności dla okresu 2008–2011

Kraj	Zmienność wartości waluty (względem euro) [%]	Zmienność wartości eksportu (w walucie krajowej) [%]	Zmienność wartości importu (w walucie krajowej) [%]
Bułgaria	0,00	18,10	10,30
Czechy	3,54	9,70	9,30
Estonia	0,00	17,80	17,70
Łotwa	0,53	12,30	16,30
Litwa	0,00	12,90	13,60
Węgry	5,70	10,10	8,80
Polska	8,40	12,60	11,40
Rumunia	6,00	18,00	12,40
Słowenia	0,00	8,10	8,80
Słowacja	0,00	10,10	9,10

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

W przypadku Słowacji, Słowenii, Litwy, Estonii i Bułgarii ryzyko kursowe wynikające z wahań kursu euro nie istnieje. Ryzyko kursowe ogranicza się do wahań kursu euro/dolar (co przekłada się na wahań kursu dolar/waluta narodowa). Dolar jest tradycyjnie walutą fakturowania transakcji międzynarodowych w handlu z Rosją i innymi krajami dawnego bloku wschodniego oraz z krajami Dalekiego Wschodu. Dlatego o braku ryzyka kursowego możemy mówić jedynie w odniesieniu do transakcji handlu zagranicznego rozliczanych w euro i walutach powiązanych z euro systemem kursu stałego lub izby walutowej.

Oznacza to, że przedsiębiorcy ze Słowenii, Bułgarii, Litwy i Estonii, prowadząc interesy z partnerami ze strefy euro nie byli w badanym okresie narażeni na ryzyko kursowe. Dla większości przedsiębiorców na Słowacji problem ryzyka kursowego zniknął z dniem 1 stycznia 2009 roku, kiedy to słowacką walutą stało się euro. W 2008 roku pomimo pozostawania słowackiej korony w systemie ERM II, który jest reżimem kursu sztywnego, kurs wahał się od 33,948 korony za 1 euro (22.01.2008 r.) do 30,126 (31.12.2008 r.). Oznacza to, że w 2008 roku nastąpiła ok. 11-procentowa aprecjacja korony, co pogorszyło zagraniczną konkurencyjność słowackiej gospodarki. Warto wspomnieć, że w 2005 roku, a więc w momencie, gdy Słowacja usztywniła kurs korony w systemie ERM II, kurs centralny ustalony został na poziomie 38,4550 SKK/EUR, a 1 stycznia 2009 roku przyjęto kurs konwersji na euro 30,126 [Żuchowska 2011, s. 19], oznacza to aż 27,6-procentowe wzmocnienie kursu w ciągu 3 lat i tym samym znaczne pogorszenie konkurencyjności słowackiego eksportu. Przyjęcie euro zatrzymało proces aprecjacji korony i tym samym dalszego pogarszania konkurencyjności zewnętrznej słowackiej gospodarki.

Od 1 stycznia 2005 roku kurs łata został sztywno związany z kursem euro i ustalono parytet centralny na poziomie $1 \text{ EUR} = 0,702804 \text{ LVL}$ z dopuszczalnym pasmem odchyłeń -1 do $+1\%$. W badanym okresie łotewski łat wahał się od $0,7099$ (19.10.2010) do $0,6959$ łata za 1 euro. Pomimo że udało się utrzymać system kursu sztywnego i kurs łata pozostawał w założonym przedziale wahań $\pm 1\%$, to silna była obawa przed dewaluacją. Oczekiwania podmiotów na dewaluację przekładało się na ich decyzje. Jednak bank centralny i rząd Łotwy były zdeterminowane w obronie kursu łata, w ciągu ostatnich 5 miesięcy 2008 roku rezerwy dewizowe banku centralnego spadły o 25% . W 2008 roku ten niewielki kraj wydał na obronę łata $1,26$ mld USD i musiał się zwrócić o pomoc do MFW [Teichmann 2010, s. 51–52]. Gdyby Łotwa miała już wspólną walutę, to dewaluacja byłaby niemożliwa, a tym samym oczekiwania podmiotów gospodarczych nie uwzględniałyby ryzyka kursowego.

Eliminacja ryzyka kursowego jest jedną z bezpośrednich korzyści przyjęcia wspólnej waluty. Szacunki samej tylko premii za ryzyko kursowe zawartej w długoterminowych stopach procentowych w przypadku Polski wynoszą $2,3$ – $2,4$ punktu procentowego, dla Węgier $1,5$ – 3 punkty procentowe, dla Słowacji $0,5$ – 1 punktów procentowych [Rogut, Tchorek 2009, s. 341]. Trzeba wyraźnie podkreślić, że ryzyko kursowe może być dla przedsiębiorstwa zarówno źródłem nadzwyczajnych strat, jak i źródłem nadzwyczajnych zysków. W konsekwencji zmiany kursu walutowego w pewnych sytuacjach mogą być bardzo pożądane z punktu widzenia poszczególnych przedsiębiorstw, jak i całej gospodarki. W przypadku recesji dotyczącej partnerów handlowych pożyteczne może okazać się osłabienie waluty krajowej, co zwiększy konkurencyjność eksportu i może zapobiec jego załamaniu.

Średnia zmienność eksportu z tabeli 1 dla 4 badanych krajów z płynnym kursem walutowym wyniosła $12,6\%$, a dla 6 krajów bez płynnego kursu – $13,2\%$. Można na tej podstawie wyciągnąć wniosek, że podczas kryzysu płynne kursy walutowe bardziej sprzyjają stabilności eksportu niż stałe (lub wspólna waluta), ale różnice są niewielkie.

Z kolei współczynnik korelacji Spearmana obliczony dla współczynnika zmienności kursu walutowego i współczynnika zmienności eksportu 5 państw, których waluty ulegały wahaniom kursu (Polski, Węgier, Rumuni, Czech i Łotwy), wynosi $0,6$. Oznacza to, że korelacja zmienności kursu walutowego i zmienności wielkości eksportu jest umiarkowana, ale znak jest niezgodny z oczekiwaniami. Na tej podstawie nie można przyjąć hipotezy pierwszej i zostaje ona odrzucona.

Współczynnik korelacji rang Spearmana współczynnika zmienności kursu walutowego i współczynnika zmienności importu wynosi $-0,2$. Obliczenia wykonano dla 5 państw, których waluty ulegały wahaniom kursu (Polski, Węgier, Rumuni, Czech i Łotwy). Oznacza to właściwie brak zależności, silniejsze

wahania kursu nie wpływają na silniejsze wahania importu. Hipotezę drugą należy więc odrzucić, zmiany kursu walutowego nie łagodzą zmian importu. Wielkość importu w latach 2008–2011 nie wykazuje zależności od niestabilności kursu.

Średni współczynnik zmienności importu dla 4 krajów z płynnym kursem walutowym wyniósł 10,5%, a dla 6 badanych krajów posiadających euro lub system kursu stałego – 12,6%. Ten wynik jest niezgodny z oczekiwaniami, bo oznacza, że import w krajach o stabilnych walutach był bardziej niestabilny niż w krajach, które doznały deprecjacji waluty krajowej. Deprecjacja waluty krajowej zmniejsza konkurencyjność dóbr importowanych, więc powinna powodować spadek importu.

Deprecjacja zwiększyła ceny importowanych dóbr konsumpcyjnych, ale wzrost kosztów importu był łagodzony spadkiem cen surowców, np. ceny ropy spadły ze 140 do 40 USD za baryłkę, miedzi z 9000 do 3000 USD za tonę [Rymarczyk 2010, s. 236–240]. Spadek popytu krajowego nie zależał od zmian cen towarów importowanych. Powiązanie walut z euro pozwalało kredytobiorcom na zaciągnięcie pożyczek w bankach międzynarodowych przy niskich stopach w euro [por. Teichmann 2010 s. 15–70], a globalny kryzys finansowy ograniczył napływ kapitału i zredukował popyt krajowy.

Oczywiście badane kraje różnią się nie tylko stosowanymi reżimami kursowymi, ale również strukturą gospodarek, strukturą eksportu, stopniem umiędzynarodowienia gospodarki i szeroko rozumianymi instytucjami. Istotny może też być stopień nierównowagi makroekonomicznej na początku kryzysu. Dlatego nie można wskazywać na system walutowy i wahania kursu jako przyczynę wszystkich zmian zachodzących w gospodarce.

Wnioski

Ekspozycja przedsiębiorstw z Europy Środkowo-Wschodniej na ryzyko kursowe jest zróżnicowana. Dla przedsiębiorców ze Słowenii w kontaktach z partnerami ze strefy euro ryzyko kursowe nie istnieje, ponieważ kraj ten posługuje się już wspólną walutą euro. W badanym okresie do strefy euro przystąpiła Słowacja i Estonia.

Sytuacja przedsiębiorców z Łotwy, Litwy i Bułgarii jest nieco inna. Łotewski łąt jest notowany w systemie kursu sztywnego wobec euro, dopuszczalny korytarz odchylenia od kursu centralnego wynosi +/- 1%. Litewski lit i bułgarska lewa są w systemie izby walutowej (*currency board*), który nie przewiduje żadnych odchylenia od przyjętego parytetu wymiany. Jednak, zwłaszcza podczas kryzysu, istnieje niepewność co do trwałości parytetu wymiany. Dlatego wspólna

waluta jest rozwiązaniem zapewniającym większą stabilność niż system kursu stałego lub izby walutowej.

Kurs złotego podlega największym fluktuacjom wśród walut członków UE z Europy Środkowo-Wschodniej. Fluktuacje kursu węgierskiego forinta, czeskiej korony i rumuńskiego leja są mniejsze, choć również znaczące. Dlatego problem ryzyka kursowego jest dla polskich przedsiębiorców o wiele większy niż dla przedsiębiorców z innych krajów członkowskich Unii Europejskiej z Europy Środkowo-Wschodniej.

Nie udało się wykazać, że płynny kurs walutowy sprzyja stabilizacji wielkości eksportu i importu. Średnia zmienność eksportu i importu krajów z płynnym i stałym kursem walutowym jest na zbliżonym poziomie.

Literatura

- BENNETT D., *Ryzyko walutowe: instrumenty i strategie zabezpieczające*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Euro foreign exchange reference rates*, European Central Bank, <http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html> (dostęp: 10.11.2012).
- External trade statistics*, Hungarian Central Statistical Office 2013, http://www.ksh.hu/docs/eng/xstadat/xstadat_infra/e_qkt004.
- KOTLIŃSKI K., *Kurs walutowy jako mechanizm dostosowawczy w latach 2008–2011 na przykładzie wybranych krajów*, Prace Naukowe WSB w Gdańsku, maszynopis w druku.
- KRUGMAN P., *Ekonomia międzynarodowa: teoria i polityka*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Rymarczyk J. (red.), Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
- MISZTAŁ P., *Zabezpieczenie przed ryzykiem zmian kursu walutowego*, Difin, Warszawa 2004.
- NAJLEPSZY E., *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
- Obroty handlu zagranicznego ogółem i według krajów I-VII 2013 r.* Główny Urząd Statystyczny, Departament Handlu i Usług – Wydział Handlu Zagranicznego, Warszawa 2013.
- ROGUT A., TCHOREK G., *Dyskusja o wspólnej walucie. Korzyści i koszty dla Polski*, w: *Europejska integracja monetarna od A do Z*, NBP, Warszawa 2009, s. 337–366.
- Rozliczenia międzynarodowe*, Marciniak-Najder D. (red.), Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 roku*, NBP, Warszawa 2012, <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/rozwoj.html>.
- RYMARCZYK J., *Stabilizacja i kryzysy na globalnych rynkach finansowych*, W: *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*. Rymarczyk J. (red.), Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 238–239.

- TEICHMANN E., *Państwa bałtyckie – reakcja na światowy kryzys gospodarczy 2008–2009*, w: *Państwa bałtyckie i Europy Wschodniej. Reakcja na światowy kryzys gospodarczy i regionalny kryzys gazowy*, Falkowski K., Teichmann E. (red.), Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2010, s. 15–70.
- TYMOCZKO I., *Sposoby zabezpieczania się polskich przedsiębiorstw niefinansowych przed ryzykiem kursowym*, *Bank i Kredyt* 40 (3), 2009, s. 71–92.
- Wspomaganie procesów decyzyjnych*, Lipiec-Zajchowska M. (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003.
- ŻUCHOWSKA D., *Polityka kursowa a inflacja w procesie integracji walutowej Słowenii, Słowacji i Estonii ze strefą euro*, *Oeconomia Copernicana* nr 1, PTE i UMK, Toruń 2011.

Foreign exchange risk in selected countries of Central and Eastern Europe during the crisis in 2008–2011

Abstract

Exchange rate risk can be the source of both the extraordinary losses and gains. Hedge against exchange rate risk requires knowledge and cost. The exchange rate risk depends on the exchange rate regime. Among 10 members of the European Union in Central and Eastern Europe, four countries used floating exchange rates (Poland, Hungary, Romania and the Czech Republic), the other six countries have fixed exchange rate system or has been a common currency – the euro. In the group of countries most affected by the exchange rate risk is Poland, to a lesser extent, this applies to Hungary, Romania and the Czech Republic. However, in the countries with a fixed exchange rate or a common currency, risk of changes in the euro/national currency does not exist.

There was no significant effect of the exchange rate regime on the exports stability and imports stability. Average volatility of exports and imports of countries with floating and fixed exchange rate is at a similar level.