

Ireneusz Miciuła¹

INNOWACJE FINANSOWE NA RYNKU WALUTOWYM JAKO INSTRUMENTY KREACJI GOSPODARCZEJ

Streszczenie

Proces globalizacji przez możliwość wymiany i wzrost konkurencyjności spowodował rozwój problematyki kreacji gospodarczej. W artykule przedstawiono podział i procentową strukturę, wykorzystywanych w praktyce życia gospodarczego w Polsce, innowacyjnych instrumentów zarządzania ryzykiem walutowym i dokonano porównania z rynkami zagranicznymi (USA i Niemcy). Podjęto próbę zdefiniowania innowacji finansowych oraz poddano analizie dostępne możliwości i instrumenty na rynku walutowym w celu zarządzania przedsiębiorstwem na globalnym rynku. Wskazano na szanse i zagrożenia, jakie niosą ze sobą innowacje finansowe.

Słowa kluczowe: innowacje finansowe, rynek walutowy, globalizacja, kreacja gospodarcza

FINANCIAL INNOVATION IN CURRENCY MARKET AS INSTRUMENTS OF BUSINESS CREATION

Abstract

By providing new exchange opportunities and increasing competitiveness requirements, the globalization process has bolstered the importance of economic creation. The paper presents the classification and percentage structure of the innovative instruments of foreign exchange risk management used in the economic practice of Poland's business sector, and makes a comparison with foreign markets (the USA and Germany). An attempt is made to define financial innovation and to analyze the available options and foreign exchange market instruments used to manage companies in the global market. The author indicates the opportunities and threats posed by financial innovation.

Key words: financial innovation, foreign exchange market, globalization, economic creation

1. Istota i definicja instrumentu finansowego na rynku walutowym

Rynek to ogół zamierzonych i zrealizowanych transakcji kupna-sprzedaży oraz warunków, na jakich są one proponowane i dokonywane. Innymi słowy,

¹ dr inż. Ireneusz Miciuła – Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania

rynek jest to stale dokonujący się w gospodarce proces, w ramach którego kupujący i sprzedający decydują o tym, co chcą sprzedać lub kupić i na jakich warunkach². Z punktu widzenia przedmiotu wymiany można wyróżnić cztery podstawowe rodzaje rynków: rynek produktów (dóbr i usług), rynek nieruchomości, rynek pracy i rynek finansowy. Rynki finansowe to rynki, na których zawierane są transakcje kupna i sprzedaży różnych form kapitału pieniężnego w oparciu o instrumenty finansowe. Instrument finansowy jest to kontrakt zawierany między dwiema stronami, określający zależność finansową, w której obie strony pozostają³.

Tabela 1. Definicja rynku walutowego

Lp.	Autor	Definicja
1.	R. Rapacki	To rynek międzynarodowy, na którym jedna waluta krajowa może być wymieniona na inną.
2.	D. Begg	To międzynarodowy rynek, na którym dokonują się przepływy walut pomiędzy krajami. Cenę, po której są wymieniane te dwie waluty, nazywamy kursem walutowym (wymiennym).
3.	J. Czekaj	To rynek, na którym można dokonać wymiany walut jednego kraju na walutę innego kraju. Waluta to inna nazwa pieniądza (mówimy o walucie krajowej oraz walutach zagranicznych).
4.	J. Kudła	Dotyczy transakcji w walutach obcych, o najwyższym stopniu płynności, może obejmować instrumenty należące do każdego z trzech wyżej wymienionych rynków.
5.	I. Miciuła	To międzynarodowy rynek handlu walutami i instrumentami finansowymi, w których aktywem bazowym są waluty.

Źródło: opracowanie własne na podstawie D. Begg, S. Fisher, R. Dornbush, *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 1992, s. 272; *Ekonomia*, t. 2, R. Rapacki (red.), PWE, Warszawa 1995, s. 291; *Rynki...*, op. cit., s. 13; J. Kudła, *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2009, s. 18

Na rynkach finansowych przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe, które nazywamy zobowiązaniami (roszczeniami) finansowymi jednych podmiotów gospodarczych w stosunku do innych. Aktualnie rynki finansowe dzieli się na rynek pieniężny, kapitałowy, walutowy (dewizowy) i rynek instrumentów pochodnych. Rynek walutowy to całokształt transakcji wymiany walut, a więc transakcji kupna i sprzedaży jednej waluty za drugą⁴. W każdej transakcji walutowej przedmiotem obrotu (kupna i sprzedaży) są dwie waluty. Na rynku tym tworzy się kurs walutowy (kurs wymiany), który odzwierciedla stosunek ceny między dwiema walutami. Zasady funkcjonowania rynków walutowych są identyczne jak wszystkich innych rynków (np. towarowych). Handluje się tutaj wa-

² *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, J. Czekaj (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

³ K. Jajuga, *Wprowadzenie do inwestycji finansowych*, CEDUR, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 7.

⁴ D. Bennett, *Ryzyko walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 49.

lutami czy instrumentami finansowymi, w których aktywem bazowym są waluty. Waluty to prawnie obowiązujące środki płatnicze w danych krajach⁵.

Podsumowując, na rynek walutowy składają się transakcje polegające na kupnie i sprzedaży walut oraz instrumentów finansowych, wycenionych w innej walucie niż krajowa⁶. Celem funkcjonowania rynku walutowego jest umożliwienie swobodnego przepływu funduszy pomiędzy krajami o różnych walutach oraz określenie ceny waluty jednego kraju, wyrażonej w walucie innego kraju. Rynek walutowy spełnia w gospodarce szereg istotnych funkcji:

- pozwala na porównywalność cen towarów, usług i instrumentów finansowych w skali międzynarodowej;
- przyczynia się do rozwoju handlu zagranicznego;
- umożliwia dokonanie transferu siły nabywczej między krajem i zagranicą;
- umożliwia połączenie z międzynarodowym rynkiem finansowym;
- pozwala na prowadzenie polityki kursowej i monetarnej przez władze monetarne.

Rynek walutowy wykorzystywany jest do zawierania transakcji o zróżnicowanym charakterze. W literaturze przedmiotu występują różne kryteria podziału operacji walutowych. Przykładowo, ze względu na motyw zawierania operacji, wyróżniamy transakcje: inwestycyjne, spekulacyjne, arbitrażowe i zabezpieczające (hedgingowe).

Natomiast klasyczny podział, stosowany do usystematyzowania operacji walutowych, opiera się na terminie realizacji transakcji. Wyróżniamy tu dwie zasadnicze grupy operacji:

- rynek bieżący (natychmiastowy) lub kasowy (*spot market*) – cechuje się bezzwłocznym ustaleniem kursu wymiany walut, a rozliczenie operacji i dostarczenie waluty następuje do dwóch dni roboczych;
- rynek terminowy (*forward market*) – dotyczy operacji, w których czas rozliczenia jest dłuższy niż dwa dni robocze.

Taki podział do swoich badań przyjął również Bank Rozrachunków Międzynarodowych (ang. BIS – *Bank for International Settlements*).

2. Podział metod stosowanych w zarządzaniu ryzykiem walutowym przez przedsiębiorstwa w Polsce

Pojęcie *zarządzanie ryzykiem* obejmuje prowadzenie polityki związanej z ryzykiem w przedsiębiorstwie i dotyczy nie tylko ubezpieczalnego ryzyka, pojmowanego jako niebezpieczeństwo utraty czegoś, ale również jako szansę osią-

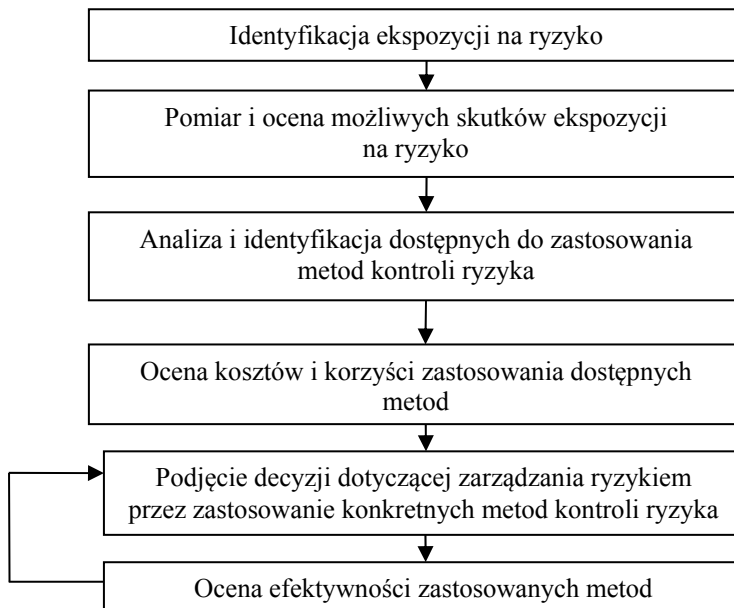
⁵ Przewodnik. Rynki finansowe. Rynek walutowy, <http://inwestycje.elfin.pl/przewodnik/1,1058,1922,rynek-walutowy.html>, data dostępu 20.04.2014 r.

⁶ J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 74.

gnięcia zysku z działalności przedsiębiorstwa. Zasadniczym celem zarządzania ryzykiem jest z jednej strony poprawa wyników finansowych firmy, a z drugiej zapewnienie takich warunków, aby instytucja nie ponosiła strat większych niż założone. W praktyce chodzi o to, aby ryzyko maksymalnie ograniczać i zabezpieczać się jak najlepiej przed jego skutkami. Zarządzanie ryzykiem dotyczy rozpoznawania rodzaju ryzyka, z jakim firma może mieć do czynienia, jego pomiaru i kontrolowania za pomocą dostępnych metod. Zarządzanie ryzykiem można zatem zdefiniować jako logicznie uporządkowany zbiór reguł i zasad, w sposób jednolity i stały stosowanych w odniesieniu do działalności całego przedsiębiorstwa⁷.

Zarządzanie ryzykiem walutowym w handlu międzynarodowym wydaje się obecnie niezbędne. Dodatkowo zwiększony poziom niepewności ekonomicznej w warunkach obecnego kryzysu zmienił sposób funkcjonowania rynków finansowych. Gdy wzrosła zmienność kursów walutowych i cen surowców na rynkach towarowych, przedsiębiorcy odkryli, że na wartość ich firm oddziałuje nie tylko ryzyko charakterystyczne dla danego rodzaju działalności gospodarczej, ale również ryzyko zmian cen na rynkach finansowych.

Rysunek 1. Proces zarządzania ryzykiem



Źródło: opracowanie własne

Proces zarządzania ryzykiem dotyczy identyfikacji ryzyka, jego pomiaru i kontroli, za pomocą dostępnych instrumentów. Dopiero analiza i zapoznanie

⁷ A. Lech, *Zarządzanie ryzykiem kluczem do stabilizacji*, Wydawnictwo WIB, Warszawa 2003.

z dostępnymi instrumentami kontroli ryzyka pozwala na budowanie strategii firmy i ocenę jej efektywności, co zostało przedstawione na rysunku 1. Zarządzanie ryzykiem walutowym wydaje się obecnie niezbędne. Dodatkowo zwiększony poziom niepewności ekonomicznej w warunkach obecnego kryzysu zmienił sposób funkcjonowania rynków finansowych. Szczegółowe poznanie charakteru i zakresu potencjalnego ryzyka pozwala na wybór w odpowiednim czasie czynności zapobiegawczych, minimalizujących jego wpływ i skutki. Można powiedzieć, że transakcje walutowe posiadają genetycznie zaprogramowane ryzyko, które należy ograniczać drogą przemyślanego zarządzania, bowiem prowadzi to do optymalnego wykorzystania zasobów i możliwości posiadanych przez przedsiębiorstwo.

Zarządzanie ryzykiem walutowym wydaje się obecnie niezbędne. Mimo iż istnieje możliwość prognozowania zmian kursów walutowych w firmie w celu wykorzystania korzystnych zmian, to jednak – ze względu na złożoność problemu – możliwe jest to głównie w dużych firmach, przy pomocy specjalistów. Pomimo to w dalszym ciągu działanie takie będzie obciążone dużym ryzykiem, a podstawowym celem zarządzania ryzykiem walutowym jest stabilizacja wartości przyszłych przepływów pieniężnych, nominowanych w walutach obcych na znanym obecnie, określonym i akceptowalnym przez nas, poziomie. W podejściu do zarządzania ryzykiem można wyróżnić dwie koncepcje:

- podejście konserwatywne – wiąże się z pełnym zabezpieczeniem pozycji walutowej w taki sposób, aby zmiany kursu walutowego nie powodowały zmian wartości przepływów pieniężnych. W ten sposób już dzisiaj, niezależnie od wahań kursów walutowych, można określić wartość w krajowej walucie przyszłych płatności;
- podejście aktywne – w tym przypadku przedsiębiorca świadomie decyduje się na częściowe lub całkowite pozostawienie ekspozycji walutowej, w oczekiwaniu na korzystne zmiany kursu. Zabezpieczenie pozycji (również pełne) może nastąpić w momencie, gdy uzna, iż poziom kursu walutowego jest korzystny.

Efektywność zarządzania, jako czynnik konkurencyjności przedsiębiorstw, dotyczy wszystkich procesów gospodarczych, związanych ze współczesną gospodarką, opartą na wiedzy. Spowodowane jest to ogromną ilością, często sprzecznych, informacji dotyczących procesów i decyzji gospodarczych. W realiach współczesnej globalnej gospodarki konkurencyjność staje się jednym z ważniejszych wyznaczników oceny funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku.

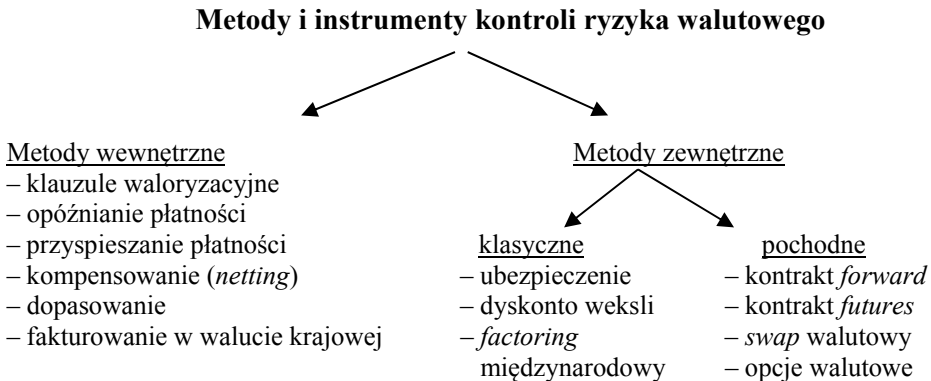
Rozwijający się dynamicznie polski rynek finansowy, mimo że pozostaje jeszcze z tyłu za najlepiej rozwiniętymi rynkami finansowymi świata, oferuje coraz większą gamę instrumentów zabezpieczających. Część z tych instrumentów jest dostępna od bardzo krótkiego czasu (np. opcje egzotyczne), więc możliwości oceny ich efektywności są mocno ograniczone. Wymienić można dwie główne grupy instrumentów zabezpieczających:

- instrumenty wewnętrzne (tzw. *hedging* naturalny);

- instrumenty zewnętrzne.

Obie grupy zawierają wiele instrumentów pozwalających w sposób efektywny zarządzać ryzykiem walutowym.

Rysunek 2. Klasyfikacja metod i instrumentów kontroli ryzyka walutowego



Źródło: opracowanie własne

Zastosowanie niektórych z wymienionych instrumentów zabezpieczających może być utrudnione lub niemożliwe w części przedsiębiorstw. Trudne będzie np. narzucenie jako waluty rozliczenia waluty krajowej przez danego kontrahenta, jeżeli jest to mała firma, a negocjuje kontrakt z dużą firmą międzynarodową, co oczywiście nie oznacza, że prób takich negocjacji nie można podejmować. Kolejnym ograniczeniem będzie jednokierunkowość przepływów walutowych. Jeżeli firma jest tylko importerem lub eksporterem, to nie może skorzystać z możliwości kompensowania (*netting*) wpływów i wydatków w tej samej walucie, w celu ograniczania ekspozycji na ryzyko walutowe. W takim wypadku pozostaje tylko łączenie kilku mniejszych transakcji w jedną większą w celu wynegocjowania lepszych warunków zabezpieczeń. Z kolei próba zastosowania opóźniania płatności w stosunku do przedsiębiorstw spoza grupy kapitałowej, może doprowadzić do pogorszenia się wizerunku firmy. Mimo tych ograniczeń, pierwszym krokiem w zarządzaniu ryzykiem walutowym powinno być maksymalne wykorzystanie możliwości, jakie stwarzają zabezpieczenia wewnętrzne⁸. Dopiero w dalszej kolejności należy sięgać po zabezpieczenia zewnętrzne, zwłaszcza te z rynku terminowego.

Przy *hedgingu* zewnętrznym w zasadzie nie ma ograniczeń co do możliwości zastosowania poszczególnych instrumentów przez przedsiębiorstwa, jak to miało miejsce przy *hedgingu* naturalnym. Jedyne ograniczenia, jakie mogą się tutaj

⁸ I. Miciuła, *Współczesne metody i instrumenty zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*, [w:] *Współczesne wyzwania gospodarowania i zarządzania*, Zeszyt Naukowy Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 734, Studia i Prace, nr 28, Szczecin 2012, s. 76.

pojawić, wynikają z minimalnych wartości zabezpieczanych pozycji, wymaganych przez instytucje oferujące te instrumenty (głównie banki). *Hedging* zewnętrzny powinien służyć zabezpieczeniu ekspozycji, które pozostały mimo zastosowania zabezpieczeń wewnętrznych. Korzystanie z zewnętrznych zabezpieczeń niesie za sobą konieczność poniesienia jednej z dwóch grup kosztów: bezpośrednich, np. koszt premii przy zakupie opcji walutowych, lub pośrednich (utraconych możliwości), np. depozyt zabezpieczający przy zakupie kontraktów walutowych. Niemniej zastosowanie instrumentów zewnętrznych pozwala na budowanie całych strategii zabezpieczających, co pozwala lepiej dopasować zabezpieczenia do wymagań firmy.

Hedging z wykorzystaniem instrumentów pochodnych polega na zawarciu transakcji, która pozwoli zabezpieczyć się przed stratą związaną z niekorzystną zmianą kursu walutowego w przyszłości. Pod nazwą *instrumenty pochodne* kryje się wiele instrumentów, łączących w sobie jedną cechę, a mianowicie: wartość tych instrumentów. W sposób bezpośredni lub pośredni zależy ona od wartości tzw. instrumentu bazowego, którym m.in. może być: akcja, indeks giełdowy, waluta czy towar masowy. Instrumenty pochodne można podzielić ze względu na stopień skomplikowania ich budowy. Wyróżnia się wówczas:

- klasyczne instrumenty pochodne – prosta konstrukcja, instrumenty standardowe;
- egzotyczne instrumenty pochodne – złożona konstrukcja, instrumenty niestandardowe.

Różnice między instrumentami pochodnymi wynikają także z rozłożenia ryzyka między strony umowy. Instrumenty o ryzyku symetrycznym to takie, gdzie zarówno wystawca, jak i nabywca danego instrumentu jest narażony na pełne ryzyko, przy czym zysk jednego z nich jest jednocześnie stratą drugiej strony⁹. Instrumenty o niesymetrycznym ryzyku to takie, w których wystawca jest bezwzględnie zobowiązany do spełnienia świadczenia, będącego przedmiotem kontraktu, a nabywca instrumentu ma prawo do wykonania kontraktu, czyli w sytuacji dla niego niekorzystnej może od wykonania umowy odstąpić. Wśród najbardziej popularnych instrumentów należy wyróżnić sprzedaż lub zakup waluty na termin, czyli kontrakt walutowy.

Dzienne obroty netto na krajowym rynku walutowym ustabilizowały się na poziomie 7,5 mln USD (podobny wynik uzyskano w badaniu w 2010 roku). Aktywność na rynku spot uległa zwiększeniu przez rozwój elektronicznych platform transakcyjnych, dedykowanych przedsiębiorstwom oraz klientom indywidualnym. Największa aktywność firm zagranicznych występuje w segmencie swapów walutowych, co wskazuje na naturalną potrzebę nierezydentów działających w Polsce na posiadanie waluty polskiej do rozliczeń. Jedynym segmentem, w którym większość udziałów w obrotach miały przedsiębiorstwa krajowe,

⁹ G. Crawford, B. Sen, *Instrumenty pochodne – narzędzie podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Liber, Warszawa 1998.

są terminowe transakcje wymiany walut, stosowane do operacji zabezpieczających przed ryzykiem walutowym.

Tabela 2. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku walutowym w kwietniu 2013 roku (w mln USD)

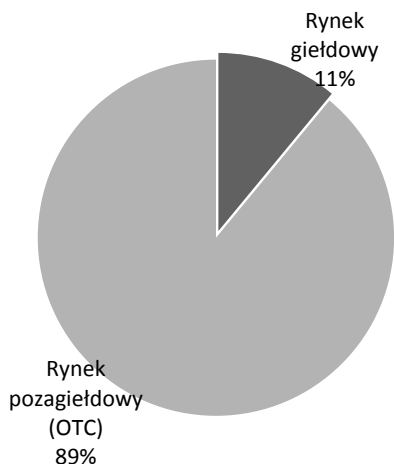
Transakcje wymiany walut	Kasowe	Terminowe	Odsetkowe	Swapy walutowe	Opcje walutowe	Rynek walutowy (ogółem)
Wartość	2 324	464	125	4 581	70	7 567

Źródło: Narodowy Bank Polski, *Wyniki badań obrotów na rynku walutowym*, wrzesień 2013, <http://www.nbp.pl>, data dostępu 25.03.2014 r.

3. Struktura ilościowa metod stosowanych w zarządzaniu ryzykiem walutowym przez przedsiębiorstwa w Polsce

Instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu na rynku giełdowym i pozagiełdowym (OTC). Obroty na rynku OTC wielokrotnie przewyższają obroty na rynku regulowanym, co przedstawia wykres 1.

Wykres 1. Światowy udział procentowy rynku giełdowego i pozagiełdowego w zawartych transakcjach na instrumenty pochodne (stan na styczeń 2011 roku)



Źródło: opracowanie własne na podstawie "BIS Quaterly Review", June 2011, s. A104

W tabeli 3. przedstawiono średnie dzienne obroty netto na polskim rynku instrumentów pochodnych z podziałem na rynek giełdowy i pozagiełdowy. Podobnie jak na rynkach światowych, również w Polsce zdecydowanie większy jest handel pozagiełdowy. Rynek giełdowy ogranicza ryzyko, jednak to instru-

menty rynku OTC są tańsze i bardziej dopasowane do potrzeb nabywców. Niewątpliwie ciekawym zjawiskiem, wynikającym z przedstawionych danych, jest fakt, iż od 2008 roku gwałtownie rośnie popularność rynku giełdowego, czyli standaryzowanych i ograniczających ryzyko instrumentów, co z pewnością ma związek z wystąpieniem kryzysu i chęcią prowadzenia działalności w stabilniejszych uwarunkowaniach finansowych¹⁰.

Tabela 3. Średnie dzienne obroty netto na polskim rynku pochodnych instrumentów walutowych w latach 2005-2010 (w mln zł)

Rynek	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pozagiełdowy	1 518,7	1 847,5	2 932	3 443,6	1 958,2	2 635,7
Giełdowy	0,8	0,4	0,7	14,4	23,4	28,9

Źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012

Dane zawarte w tabeli 3. potwierdzają, że polski rynek instrumentów pochodnych z jednej strony jest młody (w roku 2013 obchodził 15-lecie działalności, choć trzeba zauważyć, iż początkowe 3 lata były procesem załączkowym samego rynku) i w porównaniu z największymi rynkami światowymi ma niewielkie obroty. Z drugiej strony jednak porównywanie z największymi rynkami instrumentów pochodnych ma jedynie uzasadnienie w celu umiejscowienia polskiego rynku na świecie. Tutaj trzeba zestawiać polski rynek z krajami, które miały podobne warunki funkcjonowania i rozwoju. Dzięki temu będzie możliwe stwierdzenie prawidłowości podejmowanych działań i rozwoju rynku instrumentów pochodnych w Polsce, a w tej dziedzinie Polska wypada korzystnie. Wynika to z faktu, iż rozwój polskiego rynku instrumentów pochodnych, pod względem wartości zawieranych transakcji na tzw. drabince państw, stawia Polskę przed takimi państwami jak: Włochy, Hiszpania czy Norwegia. Z tego powodu należy pozytywnie ocenić rozwój polskiego rynku instrumentów pochodnych, choć oczywiście razem z wymienionymi państwami zalicza się on do tzw. rynków rozwijających, jak cała gospodarka państwa polskiego.

Fakt ten potwierdza również analiza popularności instrumentów pochodnych, stosowanych na rynku polskim. W tabeli 4. zestawiono porównanie z badań, w których przedsiębiorstwa z rynków: polskiego, niemieckiego i amerykańskiego zaznaczały wykorzystywane w swojej działalności instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem walutowym.

¹⁰ M. Milewski, *Forex*, Wydawnictwo Edgard, Warszawa 2012, s. 141.

Tabela 4. Struktura procentowa wykorzystywania instrumentów pochodnych na rynkach: polskim, niemieckim i amerykańskim, dane z roku 2010

Rynek	<i>Forward</i>	<i>Futures</i>	<i>Swap</i>	Opcje giełdowe	Opcje pozagiełdowe
Polski	48%	3%	28%	2%	18%
Niemiecki	89%	7%	27%	4%	32%
USA	79%	28%	46%	17%	52%

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych – raport z badania*, GUS, Warszawa, lipiec 2010; G. M. Bodnar, G. Gebhardt, *Derivatives usage in risk management by German non-financial firms*, NBER Working Paper, Cambridge 2010

Najpopularniejszymi instrumentami na rynku polskim są kontrakty *forward* oraz swapy walutowe. Popularność swapów walutowych wynika również ze stosowania tego instrumentu przez firmy zagraniczne, inwestujące na rynku polskim. Na rynkach niemieckim i amerykańskim popularność swapów walutowych ustępuje miejsca opcjom walutowym, zawierającym na rynku OTC. Dodatkowo dane zawarte w tabeli 4. przedstawiają rozwój rynku giełdowego, który jest niewątpliwie największy w USA. Ogólnie dane odzwierciedlają trendy światowe i dzięki temu wskazują również na stan rozwoju rynku instrumentów pochodnych.

4. Innowacje finansowe na rynku walutowym

Innowacje finansowe to zjawisko, które w naturalny sposób towarzyszy rozwojowi systemu finansowego. Ich dynamiczny rozwój od ponad dwóch dekad spowodował zainteresowanie tą tematyką, szczególnie ze względu na występowanie wielu nieścisłości i odmiennych zdań, co do ich roli i znaczenia. W sektorze finansowym *innowacje* można zdefiniować jako nowy pomysł na skuteczne połączenia występujących elementów w nowe konfiguracje¹¹. Jedną z cech innowacji finansowych jest tworzenie ich i testowanie na rynku lokalnym, a następnie, jeśli okazują się efektywne, wprowadzanie na rynek międzynarodowy. Możliwe jest to dzięki rozwojowi korporacji międzynarodowych (globalizacja).

W wyniku współczesnego rozwoju pojęcia *innowacja* i jego różnych znaczeń w poszczególnych dziedzinach nauki występują problemy z definicją i systematyką zjawiska. Często mamy do czynienia z zawężonym spojrzeniem na innowacje, które eksponują ich produktowy charakter. Natomiast innowacje finansowe tworzą bardzo zróżnicowaną grupę zjawisk, procesów i instrumentów finansowych, których ilość i różnorodność systematycznie wzrasta. Z tego powo-

¹¹ *Innowacja finansowa to tworzenie nowych konfiguracji*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Innowacja-finansowa-to-tworzenie-nowych-konfiguracji.html>, data dostępu 25.03.2014 r.

du w sposobie definiowania innowacji finansowych można zauważyć znaczne różnice interpretacyjne.

Tabela 5. Definicje innowacji o charakterze instrumentów finansowych

Lp.	Definicja
1.	Innowacja finansowa to instrument, w którym „skostniałe” elementy konwencjonalnych produktów rynku finansowego (obligacji czy akcji) zostały zamienione przez nowe i elastyczne elementy, dzięki czemu zyskują nowe zastosowania i wysoką płynność na rynku kapitałowym lub walutowym.
2.	Innowacja finansowa to kombinacja większej liczby instrumentów (w tym również klasycznych), w której możliwe będzie wykorzystanie korzyści natury komparatywnej.
3.	Innowacja finansowa to instrument, który zaciera różnice między segmentami rynku finansowego.
4.	Innowacja finansowa to instrument, który służy ochronie przed zmiennością podstawowych parametrów rynku finansowego takich jak: stopy procentowe czy kursy walutowe – w formie wystandaryzowanych (np. transakcje terminowe) lub niewystandaryzowanych (np. opcje na OTC) kontraktów zabezpieczających.

Źródło: *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*, L. Anderloni, D. T. Llewellyn, R. H. Schmidt (eds.), Edward Elgar, Cheltenham 2009, s. 42; Z. J. Gubler, *The Financial Innovation Process: Theory and Application*, “Delaware Journal of Corporate Law” 2011, Vol. 36, s. 62; M. Stradomski, *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań, 2006, s. 25

Długofalowe przeobrażenia rynku finansowego przebiegają niejako na dwa sposoby: wszerz i w głąb. Rozwój wszerz polega na wzroście wielkości (pojemności) rynku finansowego, a więc ma charakter ilościowy (zwiększa się liczba transakcji danymi instrumentami). Rozwój w głąb zaś dotyczy jakościowych przemian na rynku finansowym, czego wyrazem jest powstawanie nowych instrumentów, które otwierają podzbiory nowych transakcji na rynku. Na rynku walutowym mówi się o produktach pochodnych i przemodelowanych. Derywaty, bo o nich mowa, stają się wtedy samodzielными instrumentami finansowymi, które oddzieliły się od, będących ich źródłem, podstawowych produktów i rynków. Ich wynalazcy posługują się prostą receptą, uznając, że elementy produktu podstawowego, np. obligacji zwykłej (oprocentowanie, okres ważności, waluta), nie są stałe, i że zgodnie z zasadą układania klocków można tworzyć coraz to inne ich kombinacje¹².

Proces globalizacji i idące za tym zmiany w warunkach gospodarowania i konkurencji spowodowały konieczność zmian w podejściu do zarządzania

¹² K. Grysa, *Innowacje finansowe jako atrybut inżynierii finansowej*, Wydawnictwo Stachurski, Kielce 1999.

przedsiębiorstwem. Z tego powodu od przedsiębiorstw, jako podstawowego podmiotu w gospodarce rynkowej, oczekuje się umiejętności sprawnego zarządzania ich działalnością. Dla przetrwania na rynku firmy muszą zarządzać wszelkim ryzykiem, występującym podczas prowadzenia działalności gospodarczej, co przekłada się bezpośrednio na efekty finansowe i przyszłe możliwości rozwoju. Postępujący proces globalizacji współczesnych rynków finansowych sprawia, że zaczynają one funkcjonować niemal jak jedna całość. W tej z pozoru jednolitej konstrukcji budowy rynku finansowego obserwuje się, że procesowi integracji towarzyszy wzrost różnorodności jego instrumentów i pojawiają się liczne nisze rynkowe. W literaturze przedmiotu często określa się, że narzędziami wypełniania nisz rynkowych są właśnie innowacyjne instrumenty finansowe. Globalizacja rynków finansowych zmniejszyła efektywność regulacyjną banków centralnych, zwłaszcza na rynkach walutowych, ponieważ zasięg interwencji stawał się coraz mniejszy w stosunku do dynamicznie rosnącej skali obrotów na rynkach walutowych (dziennie obroty sięgają 2 bilionów USD). Wyróżnia się pięć grup instrumentów finansowych, eksponując w tej typologii miejsce zajmowane przez derywaty (tabela 6.).

Tabela 6. Grupy instrumentów finansowych

Grupa	Rodzaje instrumentów
Pierwsza	Obejmuje instrumenty podstawowe, często też określane jako proste produkty rynku finansowego (akcje, obligacje, dewizy, indeksy). Są one wprowadzane do obrotu rynkowego najczęściej bezpośrednio przez emitentów i w swojej naturze prawnej znajdują oparcie w zaciąganych przez tych emitentów zobowiązaniach.
Druga	Stanowią kombinacje instrumentów tradycyjnych i derywatów (instrumenty hybrydowe), przy czym często nierozstrzygnięty pozostaje spór, który z elementów tej kombinacji wywiera większe piętno na utworzony tą drogą tytuł finansowy. Takim instrumentem są np. obligacje zamienne. Stanowią one hybrydę między tradycyjną akcją i tradycyjną obligacją, ale także mogą być postrzegane jako złożenie tradycyjnej obligacji i opcji, rozumianej jako prawo zamiany tej obligacji na akcję.
Trzecia	Tworzą ją typowe derywaty. Są to: 1) transakcje <i>forward</i> i <i>futures</i> ; 2) opcje; 3) transakcje wymiany (<i>swaps</i>); 4) <i>interest rate agreements</i> .
Czwarta	To derywaty od derywatów albo inaczej pochodne od pochodnych. Mieszczą się w tej rodzinie produktów opcje na transakcje <i>futures</i> czy opcje na transakcje <i>swap</i> .
Piąta	Należy tu uwzględnić opcje złożone (kombinacje opcji), również wszelkie strategie opcyjne, dopasowane do indywidualnych potrzeb uczestników rynku finansowego.

Źródło: Z. J. Gubler, op. cit.

W powyższej klasyfikacji już od drugiej grupy instrumentów występują innowacje finansowe, co obrazuje ich ilość i różnorodność. Główna funkcja derywatów polega na tym, że umożliwiają one podmiotom gospodarującym efek-

tywne zarządzanie ryzykiem – korzystne pod względem kosztów i pozwalające na wysoką elastyczność. Tworzenie procedur ochronnych przed ryzykiem zmiany cen (*hedging*) stało się pierwotnym motywem udziału w terminowych transakcjach walutowych. Równocześnie dla niektórych uczestników motywem naczelnym stała się spekulacja (*trading*). Właśnie z powodu tych kilku różnych, często sprzęgniętych ze sobą, sił sprawczych obserwujemy tak dynamiczny rozwój innowacji finansowych.

Finansiści potrafią tworzyć z instrumentów tradycyjnych i pochodnych nowe aktywa, oparte jedynie na części tych instrumentów (rozłożonych wcześniej z pomocą inżynierii finansowej na mniejsze składniki). Inżynieria finansowa to umiejętność projektowania, konstruowania i wdrażania innowacji finansowych w dziedzinie nowoczesnego zarządzania finansami, umożliwiającą wybór optymalnej metody finansowania działalności i efektywne zarządzanie ryzykiem, wsparta przez zaawansowane metody wyceny instrumentów pochodnych i modelowania ryzyka, a także przez nowoczesną technologię informatyczną. Dzięki derywatom możliwe staje się odszczępienie pojedynczego ryzyka od innych cech aktywu bazowego, a tym samym wyizolowana wycena tej konkretnej formy ryzyka. W rezultacie takiego działania obrót instrumentem pochodnym oznaczać będzie przeniesienie między stronami kontraktu tylko jednej, odseparowanej, formy ryzyka.

Jak podają specjaliści amerykańscy, na współczesnym rynku znajduje się obecnie ponad 1 200 różnych rodzajów instrumentów pochodnych, które ułatwiają bankom, firmom i inwestorom kontrolowanie ryzyka, a korzyści, jakie z nich płyną, przewyższają niebezpieczeństwa¹³. Zazwyczaj duża elastyczność takich konstrukcji oraz praktycznie nieograniczona liczba dostępnych kombinacji pozwalają stworzyć produkt dostosowany do potrzeb pojedynczych użytkowników. Jest to szczególnie ważne wtedy, gdy tak zbudowany derywat gwarantuje najlepsze dopasowanie do indywidualnego profilu ryzyka przedsiębiorstwa. Analizując szanse i zagrożenia, wynikające z innowacji finansowych, należy zauważyć, iż praktyka gospodarcza dowodzi, że działania przedsiębiorcze wymagają skłonności do ryzyka¹⁴. Rynek finansowy, dzięki innowacjom dotyczącym produktów i operacji, staje się podporą przedsiębiorczości, ponieważ nie tylko chroni przed nadmiernym ryzykiem, lecz zwiększa „manewrowość firmy” w dziedzinie finansów. Choć oczywiście w tej kwestii występuje również zagrożenie, gdyż przez złożoność informacyjną współczesnego środowiska i działania rynku finansowego występuje ograniczona skuteczność kontroli ich zachowań. Natomiast właśnie derywaty mogą odgrywać pozytywną rolę w czynieniu rynków finansowych bardziej „przejrzystymi”. Poprzez sprzyjanie strategiom arbitrażu i wpływ na układ cen na rynkach terminowych derywaty

¹³ Z. J. Gubler, op. cit.

¹⁴ *Financial Innovation...*, op. cit.

potrafią połączyć „rozkawałkowane” rynki cząstkowe¹⁵. Można stwierdzić, iż rynek instrumentów pochodnych wprowadza pewien ład informacyjny w systemie finansowym (funkcjonowanie rynków terminowych może tworzyć podstawę do prognozowania np. kursów walutowych).

Jak w wielu kwestiach spornych prawda leży pośrodku, tak i w tej tematyce, pomimo powyższych szans, obiektywnie należy również zauważyć pewne zagrożenia, wynikające z innowacji finansowych. Przede wszystkim mogą one stać się kanałami transmisji kryzysów i zwiększać ich narastanie. Należy zatem przestrzegać ram prawnych w działalności gospodarczej i konsekwentnie egzekwować odpowiedzialność karną uczestników rynku. Dodatkowo innowacje finansowe, które powinny pozwalać na lepsze wykorzystanie szans i pełniejszą ochronę przed zagrożeniami, płynącymi z otoczenia firmy, powinny być stosowane w pełni świadomie. Wymaga to znajomości zasad ich konstrukcji oraz mechanizmów działania, a także umiejętności rozpoznania potencjalnych konsekwencji ich wykorzystania, zarówno pozytywnych, jak i negatywnych. Innowacje finansowe, wspierające działanie i rozwój systemu finansowego, dające jego uczestnikom więcej możliwości, sprzyjające wzrostowi gospodarczemu i dobrobytowi społecznemu, są określane jako innowacje zrównoważone lub właściwe. Pojęcie to wprowadzono dla odróżnienia innowacji szkodliwych, które w krótkim okresie mogą poprawić sytuację pojedynczych podmiotów, jednak ich długofalowe konsekwencje oceniane są jako negatywne z perspektywy całego systemu finansowego.

Zakończenie

Tradycyjnie przyjmuje się założenie, że polityka gospodarcza, prowadząca do otwartości gospodarczej, stanowi motor napędowy innowacji i wzrostu produktywności. Jednak obecnie globalizacja, liberalizacja i dążenie do większej konkurencyjności postrzegane są również jako czynniki zagrażające osiągnięciu dobrobytu. Potwierdzają to zjawiska ubożenia części społeczeństwa w gospodarkach opartych na wiedzy i usługach. Globalizacja i towarzyszące jej procesy, m.in. pod wpływem wywieranym przez organizacje i korporacje międzynarodowe, niektórym przynoszą różnorodne korzyści, innym zaś straty i zagrożenia. Z tego powodu w nowej globalnej rzeczywistości gospodarczej przedsiębiorstwa, aby przetrwać i utrzymać się na rynku, muszą posiadać zdolność efektywnego zarządzania posiadanymi zasobami oraz przystosowania się do stale zmieniającego się otoczenia. Ryzyko walutowe jest nieodłącznym elementem prowadzenia działalności gospodarczej w warunkach międzynarodowych. Ogromna użyteczność innowacji finansowych na rynku walutowym spowodowała, że stały

¹⁵ B. Ostapowicz, *Współczesna polityka gospodarcza w warunkach globalizacji*, [w:] *Problemy współczesnej ekonomii*, Zeszyt Naukowy Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 758, Studia i Prace, nr 32, t. 1, Szczecin 2013, s. 16.

się one elementem koniecznym do stosowania w działaniach przedsiębiorstw. W ciągu ostatnich lat dodatkowo zwiększono zakres usług możliwych do wykorzystania, co doprowadziło do rozwoju instrumentów zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym. Stwarza to możliwości rozwoju i doskonalenia strategii przeciwdziałania ryzyku kursowemu¹⁶. Pozwala to na stosowanie odpowiednich zabezpieczeń, co niewątpliwie jest warunkiem bezpiecznego rozwoju finansowego firmy w warunkach koniecznej wymiany walutowej. Ze względu na zmieniającą się rzeczywistość, zarządzania ryzykiem nie da się zamknąć w określone reguły postępowania, które byłyby optymalne w każdej sytuacji. Z tego powodu tak ważne jest, aby nad procesem zarządzania ryzykiem czuwał analityk ze swoją wiedzą, intuicją i doświadczeniem.

Poprzez analizę szans i zagrożeń należy stwierdzić, że rynek finansowy jest niezbędną przesłanką stabilizowania i efektywnego funkcjonowania gospodarki. Dzięki rynkowi finansowemu zostają stworzone, a dalej podlegają stałej weryfikacji, podstawowe parametry decyzyjne takie jak: stopy procentowe, kursy walutowe czy kursy papierów wartościowych. Dodatkowo rynek finansowy staje się podporą przedsiębiorczości, poprzez kreację różnorodnych form finansowania dla przedsiębiorstw poszukujących kapitału i zdolności przewyższania okresowych fluktuacji w realizacji produkcji. Brak rynku finansowego w tej roli zawsze oznacza destymulację realizacji innowacji i niską skłonność do ryzyka ze strony przedsiębiorców. Natomiast dobrze zorganizowany i sprawnie funkcjonujący rynek finansowy umożliwia każdemu narodowemu systemowi gospodarczemu otwarcie na świat i korzystanie z szeroko pojętej innowacji i wymiany ekonomiczno-społecznej, co wpływa na kreację gospodarczą w jej pozytywnym aspekcie.

Bibliografia

1. Begg D., S. Fisher, R. Dornbush, *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 1992.
2. Bennett D., *Ryzyko walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
3. Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006.
4. "BIS Quaterly Review" 2011, June.
5. Bodnar G. M., Gebhardt G., *Derivatives usage in risk management by German non-financial firms*, NBER Working Paper, Cambridge 2010.
6. Borowiecki R., *Przedsiębiorstwo w obliczu wyzwań współczesnej gospodarki*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2010.
7. Crawford G., Sen B., *Instrumenty pochodne – narzędzie podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Liber, Warszawa 1998.
8. Dziawgo D., *Ryzyko na rynku finansowym*, PWE, Warszawa 1998.
9. *Ekonomia*, t. 2, R. Rapacki (red.), PWE, Warszawa 1995.

¹⁶ T. Beck et al., *Innowacyjne instrumenty finansowe: korzyści i problemy*, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/almanach/innowacyjne-instrumenty-finansowe-korzysci-i-problemy/>, data dostępu 10.04.2014 r.

10. *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*, L. Anderloni, D. T. Llewellyn, R. H. Schmidt (eds.), Edward Elgar, Cheltenham 2009.
11. *Finanse międzynarodowe*, B. Bernaś (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
12. Grysa K., *Innowacje finansowe jako atrybut inżynierii finansowej*, Wydawnictwo Stachurski, Kielce 1999.
13. Gubler Z. J., *The Financial Innovation Process: Theory and Application*, "Delaware Journal of Corporate Law" 2011, Vol. 36.
14. *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych – raport z badania*, GUS, Warszawa, lipiec 2010.
15. Jajuga K., *Wprowadzenie do inwestycji finansowych*, CEDUR, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.
16. Kudła J., *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2009.
17. Lech A., *Zarządzanie ryzykiem kluczem do stabilizacji*, Wydawnictwo WIB, Warszawa 2003.
18. Miciuła I., *Współczesne metody i instrumenty zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*, [w:] *Współczesne wyzwania gospodarowania i zarządzania*, Zeszyt Naukowy Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 734, Studia i Prace, nr 28, Szczecin 2012.
19. Milewski M., *Forex*, Wydawnictwo Edgard, Warszawa 2012.
20. Ostapowicz B., *Współczesna polityka gospodarcza w warunkach globalizacji*, [w:] *Problemy współczesnej ekonomii*, Zeszyt Naukowy Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 758, Studia i Prace, nr 32, t. 1, Szczecin 2013.
21. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012.
22. *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, J. Czekaj (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
23. Stradomski M., *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2006.
24. Zajac J., *Polski rynek walutowy w praktyce*, Wydawnictwo Liber, Warszawa 2003.

Źródła internetowe

1. Beck T. et al., *Innowacyjne instrumenty finansowe: korzyści i problemy*, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/almanach/innowacyjne-instrumenty-finansowe-korzysci-i-problemy/>, data dostępu 10.04.2014 r.
2. *Innowacja finansowa to tworzenie nowych konfiguracji*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Innowacja-finansowa-to-tworzenie-nowych-konfiguracji.html>, data dostępu 25.03.2014 r.
3. Narodowy Bank Polski, *Wyniki badań obrotów na rynku walutowym*, wrzesień 2013, <http://www.nbp.pl>, data dostępu 25.03.2014 r.
4. *Przewodnik. Rynki finansowe. Rynek walutowy*, <http://inwestycje.elfin.pl/przewodnik/1,1058,1922,rynek-walutowy.html>, data dostępu 20.04.2014 r.