Uprzywilejowana pozycja rynkowa i straty z tytułu integracji monetarnej

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie związku struktury rynkowej z potencjalnymi kosztami płynącymi z integracji monetarnej. Literatura przedmiotu oferuje liczne analizy teoretyczne i empiryczne w zakresie kosztów i korzyści wynikających z integracji pieniężnej. Jednak przedstawiane wyniki i wnioski co do skutków (pozytywnych i negatywnych) nie biorą pod uwagę takiej charakterystyki, jak struktura rynkowa. Poza tym, większość z nich koncentruje się na ujęciu makroekonomicznym.

W artykule przedstawiono studium przypadku firmy posiadającej pozycję monopolistyczną na rynku krajowym. Wskazano na potencjalne straty dla tego podmiotu wynikające z faktu przystąpienia do unii monetarnej. W okresie przed integracją monetarną, specyficzne rozwiązania dotyczące ustalania cen dóbr importowanych pozwalają przedsiębiorstwu na efektywne zabezpieczenie przed ryzykiem kursowym oraz osiąganie dodatkowych zysków przy długoterminowym trendzie aprecjacyjnym waluty krajowej względem waluty partnera zagranicznego. Obie korzyści są możliwe do osiągnięcia wyłącznie dzięki uprzywilejowanej pozycji rynkowej monopolisty (monopol prawny). Integracja monetarna w formie przystąpienia do UGW zlikwiduje konieczność zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym. Jednak równocześnie oznaczać to będzie likwidację możliwości podnoszenia rentowności i uzyskiwania ponadprzeciętnych zysków. Wynik ten stanowi podstawę dla wniosku, że koszty i korzyści z tytułu integracji monetarnej mogą zależeć od struktury rynkowej, w ramach której podmiot prowadzi transakcje. Uogólniając można postawić hipotezę, że w gospodarkach o wyższym stopniu monopolizacji rynków wewnętrznych mikroekonomiczne korzyści osiągane z tytułu integracji monetarnej będą osiągane przez gospodarstwa domowe kosztem firm. Jednocześnie, im bardziej rynki wewnętrzne zbliżone są do formuły konkurencji doskonałej, tym bardziej rozkład korzyści z tytułu integracji jest

* Dr, adiunkt, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie.

równomierny między stroną popytową i podażową. Oznaczać to może, że producenci w zmonopolizowanych gospodarkach (i sektorach) będą mniej skłonni do przystępowania do unii monetarnych. Porównanie tych dwóch ekstremalnych przypadków monopolu i konkurencji doskonałej z punktu widzenia skłonności do integracji walutowej pozwala na postawienie hipotezy, że konkurencja doskonała jest neutralna, jeśli chodzi o dążenie do unii monetarnej. Monopol jest natomiast strukturą rynkową nieprzychylną dla integracji monetarnej.

Dane wykorzystane w artykule pochodzą z jednej z największych firm o pozycji monopolisty w Polsce. Pomimo, że przedstawiony mechanizm występuje w rzeczywistości, to cechy wyróżniające, które mogłyby ujawnić tożsamość firmy zostały usunięte lub zmienione w celu ochrony tajemnic handlowych przedsiębiorstwa.

Wprowadzenie

Głównymi źródłami mikroekonomicznych korzyści z tytułu członkostwa w unii monetarnej są: (1) eliminacja ryzyka walutowego oraz (2) obniżenie kosztów transakcyjnych w rozumieniu podejścia neoinstytucjonalnego. Obie zmiany prowadzą do podniesienia efektywności alokacji zasobów poprzez osiągnięcie pełnej przejrzystości cen (De Graue 2004: 66–67). Zmiana warunków makroekonomicznych wpływa na zachowanie gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i rynków w sposób pośredni. Dotyczy to w szczególności wzrostu stabilności makroekonomicznej, podniesienia wiarygodności wspólnej polityki pieniężnej. Jednak dla podmiotów sektora prywatnego bezsprzecznie najważniejszą cechą integracji monetarnej i przyczyną zmian w warunkach funkcjonowania jest usunięcie ryzyka walutowego dla transakcji wewnątrzunijnych. Jak dowiodły tego badania ekonometryczne, obniżenie niepewności w działalności gospodarczej prowadzi do obniżenia realnych stóp procentowych i stymuluje wymianę w ramach unii walutowej (Rose, 1999). Podniesienie efektywności alokacji zasobów w wyniku integracji monetarnej powoduje przejściowy wzrost produktywności kapitału. Jako dodatkowe pozytywne zmiany w warunkach funkcjonowania gospodarek krajów członkowskich po wprowadzeniu wspólnego pieniądza wskazać należy zmniejszenie ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego w wyniku ataków spekulacyjnych, stymulowanie rozwoju rynków finansowych i obniżenie kosztu kapitału dzięki jego napływowi spoza unii.

Okazuje się jednak, iż mogą istnieć rozwiązania na poziomie przedsiębiorstw, które wykorzystują fakt funkcjonowania więcej niż jednej waluty w transakcjach gospodarczych, i które pozwalają osiągać z tego tytułu dodatkowe korzyści w postaci wyższej rentowności. W niniejszym artykule zaprezentowany zostanie tego rodzaju mechanizm. Zaznaczyć jednak należy, że omawiane rozwiązanie możliwe stało się dzięki istnieniu niedoskonałości rynku polegającej na posiadaniu uprzywilejowanej pozycji przez firmę handlową. Funkcjonowanie w warunkach wolnej konkurencji nie byłoby osiągalne. Struktura rynkowa bliska rynkowi doskonale konkurencyjnemu może być zatem warunkiem koniecznym, aby postulowane przez teorię ekonomii korzyści z tytułu integracji monetarnej były osiągalne przez podmioty gospodarcze.

Pozostała część artykułu zorganizowana jest w następujący sposób. W części pierwszej przedstawiono krótkie rozważania na temat ryzyka kursowego. W części drugiej natomiast scharakteryzowano specyficzne rozwiązania w zakresie ustalania cen przez monopolistę, dzięki którym osiągany jest stały wzrost rentowności sprzedaży w sytuacji aprecjacji waluty krajowej. Opis i analiza prowadzone są z punktu widzenia podmiotu o uprzywilejowanej pozycji na rynku. Podjęta jest próba oszacowania korzyści, które zostaną utracone przez monopolistę w związku z wprowadzeniem wspólnej waluty.

1. Ryzyko kursowe w działalności handlowej

Ryzyko kursowe polega na tym, że na skutek zmian parytetu może nastąpić rozbieżność między kwotami pierwotnie rozpoznanych należności lub zobowiązań a kwotami gotówki faktycznie otrzymanej lub zapłaconej. Należy zaznaczyć, że sytuacja taka może występować nie tylko w transakcjach zagranicznych, ale i w operacjach gospodarczych prowadzonych między rezydentami, jeśli jako jednostkę referencyjną wykorzystują oni walutę obcą, natomiast rozliczenie następuje w pieniądzu krajowym.

Fluktuacje kursów walutowych stanowią bardzo istotną zmianę warunków działalności gospodarczej dla podmiotów gospodarczych, które bezpośrednio lub pośrednio prowadzą wymianę towarów i usług z zagranicą, czy realizują transakcje na międzynarodowych rynkach finansowych. W zależności od podejmowanych działań wewnątrz przedsiębiorstwa i interakcji z jego otoczeniem można wyróżnić cztery najczęściej spotykane rodzaje i przejawy ryzyka kursowego (Collier, 2005).

Specyficznym rodzajem ryzyka kursowego występującego wewnątrz przedsiębiorstwa jest ryzyko konwersji (ang. *translation risk*). Występuje ono w procesie sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych. Ryzyko to wynika z konieczności wyceny transakcji denominowanych w walutach innych, niż waluta, w której sporządza się sprawozdania finansowe. Powoduje to, że elementy skonsolidowanego bilansu wyceniane na koniec roku obrachunkowego już następnego dnia mogą mieć inną wartość księgową na skutek zmian kursów walut. W konsekwencji wskaźniki giełdowe, czy też analiza sprawozdań finansowych mogą być zniekształcone, a interesariusze mogą błędnie postrzegać sytuację firmy.

Innym rodzajem ryzyka związanego z fluktuacjami kursu walutowego jest ryzyko ekonomiczne (ang. *economic risk*). Długookresowe występowanie ryzyka kursowego jest trwałym czynnikiem mającym wpływ na konkurencyjność przedsiębiorstwa. To z kolei posiada bezpośredni wpływ na zdolność utrzymania się na rynku oraz na wartość przedsiębiorstwa. Zmiany kursu walutowego posiadające bezpośredni wpływ na rentowność działalności mogą być zatem bardzo istotnym czynnikiem decydującym o zdolności do realizacji głównego celu stawianego menedżerom.

Gdy ryzyko kursowe jest skutkiem ingerencji państwa w procesy rynkowe, wtedy możemy mówić o ryzyku politycznym (ang. *political risk*). Dotyczy ono następstw zmian politycznych w postaci np. nakładania ograniczeń w handlu międzynarodowym i wymianie walut, ustalaniu mechanizmów oraz zasad wyceny walut obcych (Młodkowski, 2007: 252).

Najczęściej jednak ryzyko kursowe kojarzone jest z ryzykiem transakcyjnym (ang. *transaction risk*). Występuje ono we wszystkich reżimach kursowych oprócz systemu kursu sztywnego. Polega ono na możliwości wystąpienia rozbieżności między kwotami rozpoznawanych należności lub zobowiązań i kwotami faktycznie otrzymywanych lub dokonywanych płatności z ich tytułu. Ze względu na operacyjny wymiar tego ryzyka, posiada ono potencjalny wpływ na generowane przez przedsiębiorstwo przepływy gotówkowe. Ewentualna rozbieżność między kwotami rozpoznawczymi w oparciu o zasadę prowadzenia ewidencji księgowej w ujęciu memoriałowym i faktycznie otrzymanymi lub wypłaconymi kontrahentom stanowi podstawę do rozpoznania różnic kursowych. W systemie kursu płynnego, w odróżnieniu od rozwiązań opartych na pełzającej dewaluacji (ang. *crawling peg*), różnice kursowe mogą być dodatnie lub ujemne, czyli prowadzić do podniesienia lub obniżenia rentowności.

Z tego powodu stworzono wzorcowe rozwiązania księgowe w regulacjach z zakresu rachunkowości. Są one oparte na jednoznacznie zdefiniowanych elementach, aby ułatwić i ujednolicić sposób interpretacji, wyceny i prezentacji różnic kursowych w sprawozdaniach finansowych. Podstawową kwestią jest rodzaj zdarzenia gospodarczego, z którym związana jest możliwość wystąpienia ryzyka transakcyjnego. Zgodnie z IAS 21 pod określeniem „transakcje walutowe” należy rozumieć (Epstein, Mirza, 2004; IAS 21: 728):

- zakup i sprzedaż towarów i usług w walucie obcej,
- udzielanie bądź zaciąganie kredytu/pożyczki w walucie obcej,
- zobowiązanie się do wykonania lub zobowiązanie drugiej strony umowy do wykonania umowy, których płatności nastąpią w walucie obcej,
- nabycie lub sprzedaż aktywów trwałych za waluty obce, co powoduje pojawienie się zobowiązań lub należności w walucie obcej.

Następstwem którejkolwiek z powyższych transakcji jest pojawienie się ryzyka kursowego, które w wielu przypadkach jest przedmiotem aktywnego zarządzania.

Przedsiębiorstwa mogą zabezpieczać się przed ryzykiem walutowym na wiele sposobów. Jednym z najprostszych, ale jednocześnie dość pracochłonnym sposobem zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym jest rozpoznanie struktury walutowej przychodów/przepływów pieniężnych i dostosowywanie do nich struktury walutowej kosztów/źródeł finansowania. Przykładowo, jeśli eksporter otrzymuje przychody denominowane w euro, to kredyt finansujący działalność także powinien zaciągnąć w tej walucie. Ewentualna zmiana kursu waluty obcej będzie miała jednakowy wpływ na koszty i przychody. Jest to sposób prosty i intuicyjny, a jedynym kosztem tego sposobu zabezpieczania się przed ryzykiem jest koszt dostosowywania struktury walutowej pasywów.

Bardziej skomplikowaną formą zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym jest użycie instrumentów pochodnych, takich jak: *futures*, *forward* lub opcja walutowa. Są to instrumenty dostępne odpłatnie w większości polskich banków. Dzięki nim można dokonać zakupu lub sprzedaży waluty w wyznaczonym dniu, po z góry ustalonym kursie. Eksporterzy zazwyczaj otwierają pozycje krótkie (sprzedaż) w powyższych kontraktach, zobowiązując się do sprzedaży waluty po pokreślonym kursie, aby zabezpieczyć się przed spadkiem kursu walut. Importerzy odwrotnie – otwierają pozycje długie (kupno), zobowiązując się do zakupu waluty po określonym kursie, aby zabezpieczyć się przed wzrostem kursu walut.

2. Uprzywilejowana pozycja rynkowa, ryzyko walutowe, aprecjacja i rosnąca niejawnie rentowność

Przedstawione powyżej metody zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym są standardowymi rozwiązaniami opisanymi szeroko w literaturze przedmiotu. Można je stosować niezależnie od pozycji rynkowej przedsiębiorstwa. Zdarzają się jednak przypadki, gdy uprzywilejowana pozycja rynkowa otwiera zupełnie nowe możliwości w zakresie zarządzania ryzykiem kursowym. Specyficzne rozwiązania pozwalające na osiąganie wymiernych korzyści z faktu istnienia pieniądza narodowego i posiadania monopolu przedstawione zostaną na przykładzie studium przypadku firmy handlowej.

Polskie przedsiębiorstwo importuje wysokoprzetworzone, ekskluzywne dobra o wysokiej jednostkowej wartości. Dzięki podpisanym umowom z dostawcą-producentem tych luksusowych dóbr posiada ono pozycję monopolisty na rynku krajowym. Jedynym dostawcą towarów dla polskiego przedsiębiorstwa jest jeden z największych na świecie producentów tego rodzaju dóbr. Produkt ma uznaną markę, klienci darzą go zaufaniem, a niektóre pozycje z oferowanego asortymentu uznawane są za luksusowe. Dostawca zagraniczny posiada bardzo silną pozycję negocjacyjną względem podmiotów pośredniczących w sprzedaży oferowanych przez niego produktów. Jego dominująca pozycja wynika nie tylko z wyjątkowości produktu, ale także z olbrzymiej przewagi kapitałowej i posiadanych zasobów (także ludzkich, w postaci negocjatorów). Dodatkowo, pośrednicy są związani długoterminowymi umowami ograniczającymi możliwość współpracy z innymi dostawcami z tej samej branży. Istotnym czynnikiem wpływającym na to, że zmiana dostawcy jest dla pośrednika praktycznie niemożliwa jest to, że rynek tego produktu ma charakter oligopolistyczny. Na świecie istnieje tylko kilku liczących się dostawców produktu o mocno zróżnicowanych wymaganiach odnośnie wewnętrznych standardów i wizualizacji punktów sprzedaży. Dodatkowo każdy z nich stosuje podobną strategię podpisywania umów na wyłączność sprzedaży produktów do danego kraju. Pośrednik jest zatem zmuszony do współpracy z dostawcą na jego warunkach, jednak w zamian otrzymuje wyłączne prawo dostarczania produktów na rynek krajowy. Jest to zaleta, która nie może pozostać niedoceniona. Dzięki statusowi wyłącznego importera, pośrednik ma dominującą pozycję negocjacyjną z kolei wobec swoich odbiorców. Klientami w tym przypadku są niezależne przedsiębiorstwa handlowe i usługowe działające w oparciu o dostarczane przez importera markowe towary. Są one odrębnymi podmiotami gospodarczymi niezwiązanymi kapitałowo z importerem. Odbiorcy są silnie uzależnieni od importera, gdyż jest on ich jedynym dostawcą, a jego pozycja, jak się za chwilę okaże, zbliżona jest do pozycji monopolistycznej. Wymagania koncernów dotyczące punktów sprzedaży są ogromne, a ich standaryzacja jest ściśle i w najmniejszych szczegółach określona, choć różna od wymagań konkurencji. Marki produktów sprzedawane są w punktach sprzedaży różniących się od siebie wyglądem zewnętrznym i wyposażeniem. Istnieją zatem bardzo duże bariery przejścia odbiorcy do konkurencyjnej sieci sprzedaży. Wiąże się to bowiem z likwidacją lub przebudową nieruchomości i wybudowaniem innej spełniającej odmienne wymagania. Także większość sprzętów, narzędzi serwisowych, a nawet biurowych wymagałaby wymiany. W praktyce dzięki barierom kapitałowym wyjścia/wejścia takie ruchy prawie się nie

zdarzają. Na dodatek, umowy pomiędzy wyłącznym importerem konstruowane są w ten sposób, aby maksymalnie utrudnić wykonanie takiego posunięcia (oczywiście wszystko zgodnie z obowiązującym prawem).

Historia działalności przedsiębiorstwa w tej specyficznej branży obejmuje już wiele lat. Od pewnego czasu firma zaczęła stosować oryginalną strategię walutową, która pozwala na osiągnięcie dwóch bardzo istotnych korzyści. Po pierwsze, specyficzne rozwiązanie pozwala wypracować ponadprzeciętne zyski. Po drugie, negatywny wpływ ryzyka walutowego jest całkowicie zneutralizowany, gdyż konsekwencje zmian kursu są przeniesione na klientów. Importer jako monopolista narzuca wszystkie zasady współpracy obejmujące terminy płatności, limity kredytowe i wysokość karnych odsetek. Jest on więc w stanie zdyscyplinować odbiorców do terminowego regulowania zobowiązań wobec niego pod rygorem pogorszenia warunków współpracy lub pod rygorem karnych odsetek.

Importer w podobny sposób wykorzystuje swą pozycję monopolistyczną, aby minimalizować ryzyko kursowe. Powstaje ono z powodu, że zakup towarów prowadzi do powstania zobowiązań w euro, a sprzedaż na rynku krajowym prowadzi do powstania należności w złotych. Zgodnie z zasadami rachunkowości, zawartymi w MSR 21, transakcje walutowe między producentem i pośrednikiem są księgowane w dniu transakcji i wyceniane w oparciu o kurs Narodowego Banku Polskiego z tego samego dnia (Epstein, Mirza, 2004; IAS 21). Jest to moment powstania transakcyjnego ryzyka walutowego, bowiem przyszłe strumienie pieniężne wpływające i wypływające z firmy (a wynikające z bieżących zobowiązań w euro i należności w złotych) są denominowane w dwóch różnych walutach. Chcąc zapobiec potencjalnie negatywnemu oddziaływaniu wspomnianego ryzyka na sytuację finansową, firma stosuje dwie techniki pozwalające je zneutralizować.

Strategia długoterminowa związana jest z długookresową aprecjacją złotego i opiera się na przekonaniu, że ta tendencja będzie się utrzymywać w przyszłości ze względu na relatywnie wyższą stopę wzrostu gospodarczego Polski w porównaniu ze Strefą Euro. Wynika to nie tylko z występowania efektu Balassy-Samuelsona, czyli wzrostu wartości pieniądza krajowego ze względu na produktywność rosnącą szybciej w Polsce, niż w krajach unii monetarnej, ale także z powodu stałego dopływu walut obcych niezależnego od rachunku ekonomicznego. Wymienić tu można transfery publiczne z budżetu UE oraz zaciąganie zobowiązań przez sektor publiczny na rynkach międzynarodowych (Młodkowski, 2007). Firma osiąga dodatkowy zysk dzięki kursowi sztywnemu ustalonemu w transakcjach firma – odbiorca (rys. 1).

Mechanizm funkcjonowania rozwiązania umożliwiający osiągnięcie wskazanych korzyści jest następujący. Importer dokonuje zakupu towarów w euro. W momencie otrzymania faktury w jego bilansie pojawiają się zobowiązania, wyceniane wg oficjalnego kursu Narodowego Banku Polskiego PLN/EUR z dnia nabycia towaru. Następnie towary są odsprzedawane odbiorcom krajowym ze średnią marżą 5%. Importer w kontaktach z odbiorcami stosuje cenniki denominowane w euro. Natomiast fakturowanie sprzedaży odbywa się w złotych z użyciem stałego przelicznika 1 EUR = 3,85 zł. Jest to rozwiązanie pozwalające przetransferować ryzyko kursowe w całości na odbiorcę. Sprzedaż i zagwarantowanie sobie w przyszłości otrzymania płatności według kursu przelicznikowego wyższego od kursu rynkowego jest zbliżone w swojej naturze ekonomicznej do wykonania transakcji *spot* i transakcji *forward*. Różnica polega na tym, że jest to zabieg bezpłatny.

Rys. 1. Relacje między kontrahentami i zasady wyceny należności i zobowiązań.

Źródło: Opracowanie własne.

Na dodatek gwarantowany kurs euro jest dla importera niezwykle korzystny. Tabela 1 zawiera zestawienie wyliczeń korzyści osiąganych dzięki opisanemu rozwiązaniu dla hipotetycznego przykładu.

Przykład

Założenia: Zakupy importera w dniu 01.01.200X wynoszą 400 tys. EUR

Kurs NBP 01.01.200X: 1EUR = 3,70 zł

Odbiorcy regulują swoje zobowiązania w całości 31.01.200X

Marża = 5%, kurs stały sprzedaży 3,85 zł

Tabela 1. Osiągane korzyści – hipotetyczny przykład liczbowy

Wyszczególnienie	Kurs sprzedaży sztywny 3,85 zł		Kurs sprzedaży rynkowy	
	31.01.200X=3,60	31.01.200X=3,80	31.01.200X=3,60	31.01.200X=3,80
Dodatni <i>cash flow</i> w zł (należności)	1 621 052	1 621 052	1 515 789	1 600 000
Ujemny <i>cash flow</i> (w zł):				
– KWS	–1 480 000	–1 480 000	–1 480 000	–1 480 000
– skorygowany o różnice kursowe	+ 40 000	–40 000	+ 40 000	– 40 000
<i>Cash flow netto</i> w zł	181 052	101 052	75 789	80 000

Źródło: Opracowanie własne.

Ujemny *cash flow* w obu przypadkach jest taki sam, wiąże się bowiem z regulacją zobowiązań importera wobec dostawcy. Przeliczając należności od odbiorców według na-

rzuczonego kursu sztywnego, importer może precyzyjnie przewidzieć przyszłe przepływy pieniężne. Dodatkowo jest on doskonale zabezpieczony przed ryzykiem osłabienia złotego (porównanie kolumn 3 i 5) oraz może realizować automatycznie dodatkowe zyski w przypadku umacniania się złotego (porównanie kolumn 2 i 4).

W sytuacji słabej pozycji negocjacyjnej odbiorcy i niskiej świadomości odbiorcy odnośnie konsekwencji finansowych takiego zabiegu, firma krajowa o monopolistycznej pozycji ma możliwość przeniesienia ryzyka kursowego w całości na odbiorców. Co ciekawe, zabieg ten wpisuje się w politykę ustalania cenników przez samego producenta zagranicznego. Ustalanie cen detalicznych dla klienta końcowego następuje bowiem także w euro według kursu sztywnego. Pomimo że producent-dostawca dóbr nie wymaga, aby takie samo rozwiązanie dotyczyło rozliczeń: importer – odbiorcy, to kontynuacja takiego sposobu rozliczania przez polskiego importera wydaje się odbiorcom naturalna i nie jest przez nich w żaden sposób kwestionowana.

Obserwując rozwój sytuacji na rynku walutowym można wskazać, iż oprócz długoterminowego trendu aprecyjnego, pojawiają się **krótkookresowe**, przejściowe epizody osłabienia złotego. W okresach przejściowej deprecjacji polskiej waluty, zgodnie z przyjętą strategią, następuje transfer ryzyka z firmy do banku (rys. 2). Przedsiębiorstwo importowe kupuje bowiem od banku potrzebną ilość euro do regulowania swoich zobowiązań, a jednocześnie zawiera z bankiem transakcje *forward* na sprzedaż właściwej kwoty w przyszłości. Powiązanie takich transakcji to *swap*. Dzięki transakcji *swap* firma importująca uzyskuje dwie korzyści:

- posiada możliwość realizacji dodatkowych zysków w przypadku powrotu aprecyjnego trendu kursu złotego,
- minimalizuje negatywny wpływ ryzyka kursowego.

Prześledzenie całego mechanizmu krok po kroku powinno umożliwić pełne zrozumienie tej strategii zarządzania finansami. Bardzo ważnym założeniem dla stosowania tego rozwiązania jest istnienie krótkookresowego odchylenia od aprecyjnego trendu kursu PLN/EUR. Zatem, w okresach deprecjacji pieniądza krajowego, monopolista-importer może być narażony na konsekwencje obniżania się wartości waluty, w której otrzymuje przychody względem waluty, w której musi regulować swoje zagraniczne zobowiązania wobec dostawcy. Aby uniknąć negatywnych skutków deprecjacji importer, zaraz po otrzymaniu zapłaty denominowanej w złotych, zajmuje długą pozycję w walucie obcej. Naby-

Rys. 2. Rozwiązanie zabezpieczające przed krótkoterminowymi fluktuacjami kursu walutowego

Źródło: Opracowanie własne.

wa on euro w kwocie koniecznej do uregulowania zobowiązania zagranicznego w przyszłości. Fakt istnienia tendencji deprecjacyjnej oznacza, że odroczenie zakupu waluty obcej wiązałoby się z koniecznością nabywania euro po wyższym kursie w przyszłości. Oczekując spadku wartości pieniądza krajowego jest to zatem jak najbardziej racjonalne postępowanie uzasadnione rachunkiem ekonomicznym. Jednocześnie z zakupem waluty obcej zawierana jest transakcja *forward* na sprzedaż tej kwoty w przyszłości. Dzięki temu kontraktowi terminowemu importer-monopolista zabezpiecza się z kolei przed powrotem kursu walutowego na ścieżkę dalszej aprecjacji. Jeśli bowiem wystąpi aprecjacja złotego, to importer nabędzie w przyszłości w transakcji *spot* euro po niższej cenie i będzie mógł uregulować zagraniczne zobowiązanie handlowe o wiele taniej (w przeliczeniu na złote). Jednocześnie, posiadając odpowiednią kwotę euro, zakupioną na wstępie tej strategii, jest w stanie wywiązać się ze zobowiązania z tytułu kontraktu terminowego *forward*. Nawet trwałe tendencje deprecjacyjne nie podważają tego mechanizmu. Powód tkwi w tym, że kurs przelicznikowy dla transakcji z klientami, narzucany przez monopolistę, jest na odpowiednio wysokim poziomie, aby utrzymać wysoką rentowność niezależnie od zmian wartości złotego. Importer otrzymuje bowiem wystarczające przychody w złotych, aby sfinansować zakup walut obcych potrzebnych do regulowania zobowiązań zagranicznych. Opisany mechanizm stosowanej polityki krótkoterminowej, opartej na zajmowaniu pozycji długiej i zawieraniu kontraktu *forward* na sprzedaż tej samej kwoty, w warunkach krótkotrwałej deprecjacji złotego prowadzi do podniesienia rentowności przy poprawnym przewidywaniu kursu.

Powyższe działania pozwalają na osiągnięcie znacznie wyższych marż, niż wynikałoby to tylko z podstawowej działalności operacyjnej. Obie strategie stosowane przez importera-monopolistę należy uznać za agresywne. W obu przypadkach nastawione są one na wykorzystanie trendu aprecjacyjnego złotego i firma nie zabezpiecza się bezpośrednio przed długoterminowym trendem osłabiania się polskiej waluty. Kierownictwo uznaje jednak, że takie ryzyko jest bardzo małe i nie podejmuje oddzielnego zarządzania nim. Tego przekonania nie podważyła wcale gwałtowna deprecjacja złotego na przełomie 2008 i 2009 roku, gdyż już od lutego 2009 r. polska waluta systematycznie się aprecjonuje. Oznacza to, że podstawowe założenie, na którym oparto opisane strategie zarządzania ryzykiem kursowym jest spełnione.

Zakończenie

W momencie integracji monetarnej wyżej opisane zjawiska nie będą miały miejsca. Pośrednik posiadający pozycję monopolistyczną na rynku krajowym nie będzie mógł dłużej wykorzystywać mechanizmów, które wypracował, a które w oparciu o dwa czynniki: pozycję rynkową i trend aprecjacyjny złotego, pozwalały mu na osiągnięcie coraz wyższej rentowności. Najbardziej dotkliwa będzie dla importera rezygnacja z mechanizmu ustalania sztywnego kursu przeliczeniowego w swoich cennikach. Zabieg ten pozwalał w niejawnym sposób automatycznie podwyższać marże brutto wraz z aprecjacją waluty krajowej.

Jak się zatem okazuje, nie zawsze i nie każde przedsiębiorstwo będzie osiągało korzyści z tytułu przystąpienia do unii monetarnej. Istnieją przypadki, w których istnienie

różnic kursowych oraz nie w pełni konkurencyjnych warunków może być umiejętnie wykorzystywane przez monopolistów i może stanowić dla nich dodatkowe źródło zysku. Wprowadzenie wspólnej waluty w tych szczególnych przypadkach powinno być uwzględniane w strategiach, jako zagrożenie, do którego powinny się one przygotować.

Ewentualne korzyści z integracji monetarnej, takie jak: wzrost efektywności, zmniejszenie liczby procesów przy dokonywaniu transakcji kupna i sprzedaży, zmniejszenie ilości pracy administracyjnej, mogą nie zrekompensować w konkretnych przypadkach strat wynikających z niemożliwości stosowania różnic kursowych jako dodatkowego źródła przychodów.

Studium przypadku firmy posiadającej pozycję monopolisty na rynku krajowym pozwoliło wskazać potencjalne straty dla tego podmiotu wynikające z faktu przystąpienia do unii monetarnej. Obecne rozwiązania pozwalają przedsiębiorstwu na efektywne zabezpieczenie się przed ryzykiem kursowym. Oprócz tego osiąga ono dodatkowe zyski w warunkach długookresowego trendu aprecjacyjnego. Obie korzyści są możliwe do osiągnięcia wyłącznie dzięki uprzywilejowanej pozycji rynkowej monopolisty (monopol prawny). Integracja monetarna w formie przystąpienia do UGW zlikwiduje konieczność zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym. Równocześnie oznacza to likwidację uzyskiwania ponadprzeciętnych zysków dla importera. Przedstawione zmiany w zachowaniu monopolisty stanowią podstawę dla wniosku, że koszty i korzyści z tytułu integracji monetarnej mogą zależeć od struktury rynkowej, w ramach której podmiot prowadzi działalność. Uogólniając, można postawić hipotezę, że w gospodarkach o wyższym stopniu monopolizacji rynków wewnętrznych mikroekonomiczne korzyści osiągane z tytułu integracji monetarnej będą osiągane przez gospodarstwa domowe kosztem firm – tak, jak to będzie miało miejsce w omawianym przypadku. Jednocześnie, im bardziej rynki wewnętrzne zbliżone są do formuły konkurencji doskonałej, tym bardziej rozkład korzyści z tytułu integracji jest równomierny między stroną popytową i podażową. Oznaczać to może, że producenci w zmonopolizowanych gospodarkach (i sektorach) będą mniej skłonni do przystępowania do unii monetarnych. Porównanie tych dwóch ekstremalnych przypadków monopolu i konkurencji doskonałej z punktu widzenia skłonności do integracji walutowej pozwala na postawienie hipotezy, że konkurencja doskonała jest neutralna, jeśli chodzi o dążenie do unii monetarnej. Monopol jest natomiast strukturą rynkową nieprzyjazną dla integracji monetarnej. Dalsze badania kosztów i korzyści z tytułu integracji monetarnej w zależności od struktury rynku wydają się być uzasadnione.

Bibliografia

- Collier P.M., *CIMA Study Systems 2006: Management Accounting-Risk and Control Strategy*, CIMA Publishing, 2005.
- De Graue P., *Economics of Monetary Integration*, 2nd ed., Oxford University Press, Oxford 2004.
- Epstein B.J., Mirza A.A., *Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards*, John Wiley and Sons, London 2005.
- Młodkowski P., *Pozaeuropejskie unie monetarne. Historia i funkcjonowanie*, WN PWN Warszawa 2007.
- Młodkowski P., *Wykorzystanie funduszy unijnych i ryzyko destabilizacji makroekonomicznej – model trzech luk dla polskiej gospodarki*, VIII Kongres PTE, Warszawa 2007.

Rose A.K., *One Money, One Market. Estimating the Effect of Common Currency on Trade*, NBER Working Paper 7432, NBER 1999.

Monopolistic Market Position and Losses from Monetary Integration

Summary

The objective of the paper is to show how a market position influences company's gains and losses from monetary integration. The literature on monetary integration already features cost and benefit analysis. However the proposed examples of both results (negative and positive) are not offered for different market structures and most often are macroeconomic in nature. The paper develops an idea that a monopolistic enterprise might be worse off because of monetary integration. The case discussed, shows that prior to monetary integration, a specific solution regarding pricing of imported goods allowed the company for: (1) hedging effectively from exchange rate risk, (2) benefiting from long-term appreciation trend of the domestic currency against the euro. Both goals were achieved due to privileged market position (legal monopoly) of the company. The monetary integration and the expected full EMU accession is going to remove the need for hedging but simultaneously it will result in losing the ability to achieve extra profits extracted so far. This is a basis for a claim that costs and benefits flowing from monetary integration could depend on market structure an entity operates in. We conclude that in a more monopolized economies, the microeconomic benefits achieved by households are at the cost of firms, while in a perfect competition gains are uniformly distributed across agents at supply and demand sides of markets. Therefore, producers in monopolized economies could be less prone to join a monetary union. The opposite hypothesis might also be true. In economies with fewer monopolies there are fewer incentives to oppose monetary integration. The comparison of the two extreme settings allows posing a hypothesis that the perfect competition is monetary integration-neutral and the monopoly is monetary integration-averse market structure.

Data for the paper and the studied case are originating from one of the largest legal monopolists in Poland that utilizes privileged market position. Despite the mechanism discussed is a real-life one, the particular numbers are adjusted to protect company-specific solutions.