

Wojciech Dawid Krzeszowski

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

TRANSAKCJE ZABEZPIECZAJĄCE Z UŻYCIEM INSTRUMENTÓW POCHODNYCH A RYZYKO Z NIMI ZWIĄZANE

1. Wstęp

Sytuacja przedsiębiorstwa jest zależna od decyzji podejmowanych w tej jednostce oraz uwarunkowań zewnętrznych. Wszystkie one wiążą się z powstawaniem ryzyka w zakresie przyszłych przepływów pieniężnych. Przez ryzyko rozumie się możliwość, kiedy określone działanie albo czynność powoduje szkodę na ciele albo stratę materialną bądź związane jest też z innymi stratami [3, s. 12]. Nie istnieje jednoznaczna odpowiedź na pytanie: „Jak w najlepszy sposób zarządzać ryzykiem towarzyszącym działalności?” Oczywiście nie wszystkie czynniki, które kształtują to zjawisko, dają się określić i jednocześnie kontrolować. Takie zdarzenia, jak recesja, wojny należą do czynników zewnętrznych, niezależnych od jednostki gospodarczej. W trakcie takiej analizy powinno się rozważyć wiele różnych czynników zarówno na poziomie analitycznym, jak i globalnym. Ilość informacji wymaganych przy realizacji tego celu będzie się zmieniać w zależności od stopnia dokładności tej analizy. Przedsiębiorstwo, dążąc do osiągnięcia zysków z przeprowadzanych operacji, stara się także unikać niepotrzebnego ryzyka. W tym celu podejmuje działania, które mają to ryzyko obniżyć i zwiększyć pewność działania. Jednym z rozwiązań jest wykorzystanie pochodnych instrumentów zabezpieczających. W praktyce i teorii istnieje wiele różnorodnych sposobów ograniczania ryzyka działalności za pomocą instrumentów pochodnych. Bardzo trudno byłoby wymienić i opisać wszystkie metody całkowitej lub częściowej redukcji omawianego ryzyka. Z tego względu w niniejszym opracowaniu zostaną przedstawione jedynie wybrane uwagi na temat zastosowania instrumentów pochodnych do zabezpieczeń w kontekście ryzyka z nimi związanego.

2. Instrumenty pochodne w praktyce polskich przedsiębiorstw

W praktyce polskich przedsiębiorstw najczęściej można się spotkać z zabezpieczaniem waluty oraz stopy procentowej¹. Do zabezpieczania ryzyka za pomocą instrumentów pochodnych wykorzystuje się zwykle kontrakty forward, opcje, kontrakty swap oraz kontrakty futures. Według wyników badań przeprowadzonych przez M. Kalinowskiego [4, s. 109] najczęściej stosowanymi instrumentami zabezpieczającymi przed ryzykiem stopy procentowej są: swapy – 17%, transakcje forward – 11%, opcje – 6% oraz kontrakty futures – 3%.

Istotność omawianych zagadnień nabrała szczególnego znaczenia na przełomie lat 2008/2009 na skutek gwałtownego osłabienia polskiej złotówki względem innych walut obcych, jak np. USD czy euro, oraz zmian zachodzących w zakresie oprocentowania PLN. Na przykład osłabienie polskiej waluty w okresie od sierpnia 2008 r. do marca 2009 r. wyniosło ok. 50%, a obniżka stopy WIBOR 1M ok. 3% od października 2008 r. do kwietnia 2009 r. Wykresy na rys. 1 oraz 2 obrazują te tendencje.

Z danych banków przedstawionych przez Komisję Nadzoru Finansowego [1, s. B11; 5, s. 20] w połowie marca 2009 r. wynika, że dla zdecydowanej większości przedsiębiorców (ok. 80%) instrumenty pochodne – w tym opcje walutowe – stanowią zabezpieczenie realnych przychodów w walucie obcej. Jedynie 5-10% firm to podmioty, które zawarły transakcje spekulacyjne, zabezpieczając te same przychody w kilku bankach, lub akceptowały asymetryczne ryzyko w zamian za dodatkowe korzyści. Mimo to potencjalne straty z tego tytułu to 9 mld PLN (na 13 lutego 2009 r.) według wyliczeń KNF. W mediach podawano szacunki nawet na kwotę 40-50 mld PLN.

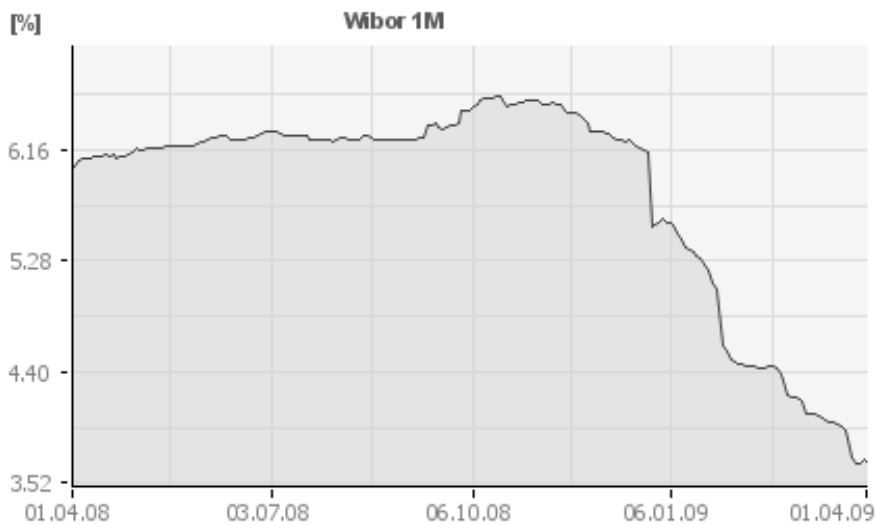
Zwiększone zainteresowanie transakcjami na instrumentach pochodnych ze strony eksporterów miało miejsce w związku z kilkuletnim umacnianiem się złotówki. Instrumenty takie w założeniach powinny być stosowane do zabezpieczenia się przed niekorzystnymi zmianami kursu określonego dobra (waluty, stopy procentowej, towarów). W przypadku ich wykorzystania w powiązaniu z instrumentem zabezpieczanym i przy założeniu, że budżet przedsiębiorstwa to uwzględni w sytuacji negatywnych zmian, straty na instrumencie zabezpieczającym powinny być kompensowane zyskami na instrumencie zabezpieczanym. Na przykład jeżeli jednostka sporządziła plan finansowy (sprzedaży) z kursem 3,8 PLN/EUR i osiągała przy tych założeniach zysk, to po ich zabezpieczeniu na tym poziomie za pomocą kontraktu forward negatywne zmiany na instrumencie pochodnym są kompensowane dodatkowymi wpływami z tytułu zwiększonych przychodów. Efektywnie

¹ Spotyka się także zabezpieczenia towarów, ale dotyczy to mniejszej grupy podmiotów gospodarczych, zwykle dużych przedsiębiorstw, np.: LOT – przed wzrostem cen paliw, KGHM – przed spadkiem cen miedzi itp.



Rys. 1. Kształtowanie się kursu PLN/EUR od 01.04.2008 do 01.04.2009 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie serwisu www.money.pl.



Rys. 2. Kształtowanie się WIBOR 1M od 01.04.2008 do 01.04.2009 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie serwisu www.money.pl.

więc przedsiębiorstwo traci potencjalne wyższe zyski z korzystniejszych kursów. Niestety, wskutek niepełnego zrozumienia ryzyka z nimi związanego i/lub chęci do osiągnięcia spekulacyjnych zysków (które w tej sytuacji można przyrównać do hazardu), podmioty gospodarcze niejednokrotnie zawierały asymetryczne transakcje (struktury) w celu skompensowania kosztów np.: premii w przypadku opcji lub chęci osiągnięcia dodatkowych zysków. Poniżej zostanie przedstawiony przykład z praktyki, uproszczony na potrzeby niniejszego opracowania.

Przykład 1

Przedsiębiorstwo „Alfa” zawiera na początku sierpnia 2008 r. transakcję zabezpieczającą, w której zobowiązuje się do sprzedaży 2 mln euro miesięcznie przez okres dwóch lat po kursie 3,50 PLN/EUR (zabezpieczenie na całość sprzedaży eksportowej, krajowej sprzedaży brak). Obowiązujący wtedy kurs spot wynosi 3,25 PLN/EUR. Transakcja jest opłacalna dla przedsiębiorstwa, gdyż uzyskuje wyższy niż występujący wtedy parytet wymiany walut. Jednak bank, w zamian za niekorzystny dla siebie kurs w momencie zawarcia kontraktu, żąda zapłacenia podwójnej różnicy między aktualnym notowaniem a kursem 3,50 PLN/EUR, jeżeli ten ostatni zostanie przekroczony. Podmiot zgadza się na przedstawione warunki, zakładając, że złotówka nie osłabi się tak znacząco. Niestety, w rzeczywistości ziścił się czarny scenariusz. Przy założeniu, że średni kurs przez kolejne dwa lata utrzyma się na poziomie 4,20 PLN/EUR, podmiot z tytułu transakcji zabezpieczającej poniesie straty na poziomie:

$$2 \text{ mln EUR} \cdot 24 \text{ miesiące} \cdot 2 \cdot (4,20 - 3,50) = 67,2 \text{ mln PLN.}$$

Jednocześnie osiągnie zyski z tytułu sprzedaży eksportowej po wyższym kursie w wysokości:

$$2 \text{ mln EUR} \cdot 24 \text{ miesiące} \cdot 1 \cdot (4,20 - 3,50) = 33,6 \text{ mln PLN.}$$

Efektywnie poniesie więc bardzo dużą stratę równą $67,2 - 33,6 = 33,6$ mln PLN przy przychodach rocznych na poziomie $4,2 \text{ PLN/EUR} \cdot 2 \text{ mln EUR} \cdot 12 \text{ miesięcy} = 100,8$ mln PLN, a w skali dwóch lat 201,6 mln PLN.

Nie ulega wątpliwości, że ryzyko jest związane z czasem. Dłuższy horyzont czasowy w większości przypadków wiąże się z wyższym ryzykiem. Należy mieć na względzie, że prawdopodobieństwo wystąpienia rozbieżności wartości ustalonych np. w transakcji zabezpieczającej z wielkościami rzeczywiście zrealizowanymi będzie rosło wraz z wydłużaniem się horyzontu czasowego skutków podjętej decyzji.

3. Metody analizy ryzyka wykorzystania pochodnych instrumentów zabezpieczających

Analiza ryzyka będzie związana w omawianych zagadnieniach z próbą określenia wpływu rozwoju sytuacji na wartość przyszłych przepływów pieniężnych po

zawarcia transakcji zabezpieczającej. Spośród metod służących realizacji tego zadania należy wymienić: analizę wrażliwości i punktu przełamania, analizę scenariuszy oraz metody wykorzystujące rachunek prawdopodobieństwa.

W odniesieniu do tematu niniejszego opracowania analiza wrażliwości będzie polegała na zbadaniu, jak będą się przedstawiać przyszłe przepływy pieniężne w zależności od kształtowania się różnych elementów (waluty, stopy procentowej, towarów) będących przedmiotem zabezpieczenia. Pozwala ona na przegląd efektów wyboru różnych instrumentów zabezpieczających. Uzupełnieniem analizy wrażliwości jest tzw. analiza punktu przełamania, tj. takiego punktu, w którym wielkość wynikowa przyjmuje wartość przyjętą jako graniczna, np.: środki pieniężne albo wynik finansowy równy zeru lub też innej minimalnej kwocie wyznaczonej przez przedsiębiorstwo.

Inną formą analizy ryzyka przyszłych przepływów pieniężnych jest analiza scenariuszy, w której rozpatruje się najczęściej trzy warianty: najbardziej prawdopodobny, pesymistyczny oraz optymistyczny. Oczywiście kwestią dyskusyjną jest możliwość właściwego określenia np. wariantu pesymistycznego, gdyż chyba tylko bardzo nieliczna grupa osób dopuszczała możliwość osłabienia się złotówki z poziomu 3,20 do poziomu 4,80 PLN/EUR.

Minusem zarówno analizy wrażliwości, jak i scenariuszy jest to, że nie uwzględniają one prawdopodobieństwa kształtowania się poszczególnych zmiennych wpływających na przepływy pieniężne. Z tego względu opracowano także inne metody, które są pozbawione tej wady. Do analizy ryzyka mogą być wykorzystywane miary statystyczne, takie jak wartość oczekiwana oraz odchylenie standardowe od wartości oczekiwanej [6, s. 341]. W celu zastosowania tych wielkości konieczna staje się informacja o prawdopodobieństwach zajścia określonych wariantów (przepływów pieniężnych). Dodatkowo rozkład prawdopodobieństwa otrzymywanych wyników powinien w przybliżeniu odzwierciedlać rozkład normalny. Ze względu na trudności w zdobyciu i oszacowaniu tych danych oraz złożoność metod ich zastosowanie w praktyce jest ograniczone.

4. Sposoby ograniczania ryzyka transakcji zabezpieczających

W biznesie utarło się powiedzenie potwierdzone przez praktykę, że wyższe potencjalne zyski są zwykle nierozdzielnie związane z wyższym ryzykiem. W kontekście omawianego tematu powstaje więc pytanie: jakimi zasadami kierować się przy zawieraniu transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych? W opinii autora należy:

1. Unikać transakcji spekulacyjnych, zawieranych bez powiązania z instrumentami zabezpieczanymi. Jak pokazuje praktyka, nawet znane instytucje finansowe zajmujące się tematem profesjonalnie podejmują błędne decyzje w tym zakresie, pomimo dysponowania odpowiednim kapitałem intelektualnym oraz bazą informacji.

2. Zawierać transakcje z symetrycznym ryzykiem po obydwu stronach kontraktu w celu możliwości ustalenia stałego poziomu np. kursu walutowego (zyski/straty z instrumentu zabezpieczanego są kompensowane przez straty/zyski z instrumentu zabezpieczającego).

3. Kupować (nie wystawiać!) opcje, które w zamian za określone wynagrodzenie dla wystawcy opcji – premię ograniczają stratę tylko do tej wysokości. Ich poważnym minusem jest jednak wysoki koszt, zwłaszcza w okresach dużych wahań notowań (od kilku do kilkunastu procent wartości nominalnej kontraktu).

4. Zawierać transakcje zabezpieczające tylko na pewną część zakupów/sprzedaży, tj. 40-60% ich wartości, eksponując pozostałe wielkości na ryzyko. W ten sposób ogranicza się możliwość zarówno potencjalnych strat, jak i zysków.

5. Stosować instrumenty pozwalające na ustalenie na moment bieżący gorszego kursu niż aktualne notowania, np. o 5-10%, w zamian za ustalenie stałego poziomu kursu – dolnej granicy w przypadku sprzedaży lub górnej w przypadku zakupów – z możliwością partycypowania w 50% we wzrostach ponad aktualny poziom (w sytuacji sprzedaży) lub spadkach (w sytuacji zakupów).

Powyższe propozycje mogą być rozpatrywane łącznie lub alternatywnie. Nie stanowią one katalogu zamkniętego. Każde przedsiębiorstwo powinno wypracować we własnym zakresie odpowiadające mu rozwiązania. Jednocześnie wydaje się, że zabezpieczanie się za pomocą instrumentów pochodnych jest celowe i korzystne (przy uwzględnieniu powyższych uwag), gdyż przybliża to realizację założeń przyjętych w planie finansowym jednostki gospodarczej.

5. Zakończenie

Jak wynika z powyższych uwag, straty lub zyski w omawianych obszarach mogą być znaczne. Rozważania ukazują jedynie część różnorodnych sytuacji, z którymi przedsiębiorstwo spotyka się w praktyce. Uważa się, że niezwykle trudno jest podać uniwersalne rozwiązania dotyczące ograniczania omawianego ryzyka, z których mógłby skorzystać zainteresowany podmiot. Dokonując wyboru określonego wariantu działania, należy na pewno wziąć pod uwagę koszty związane z zabezpieczeniem się przed ryzykiem oraz konsekwencje w przypadku braku takiego zabezpieczenia lub dokonania tej operacji. Bardzo ważna jest także zdolność do prognozowania rozwoju sytuacji na rynku w przyszłości. Osoba zajmująca się omawianymi zagadnieniami powinna posiadać nie tylko wiedzę z tego zakresu, ale również doświadczenie zawodowe oraz tzw. wyczucie rynku, na którym działa, a także rynku finansowego (zob. np. [2, s. 41]).

Literatura

- [1] Iwaniuk W., *Skąd się wzięły straty na opcjach*, „Rzeczpospolita”, 3 kwietnia 2009 r.
- [2] Jonson McBride P., *Instrumenty pochodne. Przewodnik menedżera*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- [3] Kaczmarek T., *Zarządzanie ryzykiem handlowym i finansowym dla praktyków*, Ośrodek Doskonalenia i Doradztwa Kadr, Gdańsk 1999.
- [4] Kalinowski M., *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- [5] Kowalik F., *Można żyć z tą chorobą*, „Forbes” 2009, nr 3.
- [6] Seitz N., Ellison M., *Capital budgeting and long-term financing decisions*, The Dryden Press, Orlando 1999.

USE OF DERIVATIVE SECURITIES IN HEDGING TRANSACTIONS AND RISK CONNECTED WITH THEM

Summary

An enterprise aspiring to make profit from operations carried out is also taking actions which are supposed to lower a risk of these activities and increase the certainty of action. One of solutions is the use of derivative hedging instruments, however using them involves risk which one should describe and appropriate manage. Remarks to this topic are in this study.