

**mgr Maciej Chojnacki Doradca ds. Ryzyka
Walutowego WGI Dom Maklerski SA
<https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2005-0017>**

ABC skutecznego zarządzania ryzykiem

Wprowadzenie

Jedną z największych form ryzyka jest dla wielu firm ryzyko walutowe. Nie da się od niego uciec, ale można je skutecznie minimalizować. Istotny wpływ na atrakcyjność polskiego eksportu oraz koszt importu ma aktualny poziom kursów walutowych. W branżach, które charakteryzują się niską marżą handlową, nawet niewielka zmiana kursów walutowych może pociągać za sobą istotne straty finansowe, prowadząc nawet do bankructwa. Taki los spotkał np. polską firmę produkującą okna, która na początku 2004 r. podpisała kontrakt na sprzedaż swoich wyrobów do Wielkiej Brytanii. Niestety, firma albo nie była świadoma ryzyka walutowego, albo liczyła na to, że kurs funta brytyjskiego pozostanie stabilny. Nie zdecydowała się na zabezpieczenie swojej pozycji walutowej. Na nieszczęście firmy kurs spadł w ciągu roku z poziomu 7,30 do 5,60, sprawiając, że sprzedaż stała się nierentowna. Spadek kursu o ponad 20% nie tylko wchłonął całą marżę firmy, ale też spowodował niemałe straty.

Jak zidentyfikować ryzyko

Jak powinny postępować firmy, które w swojej działalności stykają się z wymianą walutową? Przedsiębiorcy powinni zarządzać ryzykiem, co należy rozpocząć od jego identyfikacji. W Polsce eksporterzy w naturalny sposób będą narażeni na umocnienie złotego, podczas gdy importerzy będą się obawiać osłabienia naszej waluty. Podmioty zaciągające kredyty w walutach obcych z niepokojem będą śledzić kursy walut, gdy będą one rosły. Nawet firmy, które posiadają nadwyżki finansowe w walutach obcych, są narażone na ryzyko, ponieważ wartość ich aktywów będzie spadać w miarę, jak będzie spadał kurs waluty. Niestety, w wielu firmach występuje jednocześnie kilka z wymienionych wcześniej elementów, ponieważ firma, z jednej strony, importuje surowce, płacąc za nie w dolarach, a z drugiej strony – sprzedaje za granicę gotowe wyroby, otrzymując euro, posiada kredyt obrotowy w euro, a czynsz jest indeksowany w dolarach. W takiej sytuacji należy zintegrować wszystkie rodzaje ryzyka i określić pozycję walutową netto, którą następnie będziemy zabezpieczać. Jest to podejście dużo bardziej efektywne niż dążenie do zabezpieczania każdego ryzyka z osobna. Wynika to m.in. z możliwości zastosowania tzw. naturalnego hedgingu, który nie pociąga za sobą dodatkowych kosztów. Do identyfikacji ryzyka można stosować wiele miar: statystyczne, wrażliwości, *stress test* czy *value at risk*. Poprawny pomiar pokaże, jak jednostkowy ruch na kursie walutowym może się przełożyć na wynik finansowy, a to z kolei będzie pomocne przy wyborze skali akceptacji ryzyka. Jeżeli firma uzna, że zmiany kursu nawet o 10% nie mają większego wpływu na zysk firmy, może podjąć decyzję o niezabezpieczeniu pozycji lub o zabezpieczeniu jedynie jej części. Natomiast w sytuacji, gdy wpływ zmian kursu na dalszą działalność firmy okaże się znaczący, powinna ona dążyć do maksymalnie skutecznego zabezpieczenia tego ryzyka.

Wyższe ryzyko, wyższy zysk

Firma, która zidentyfikuje i skwantyfikuje swoje ryzyko walutowe oraz zdecyduje się na jego zabezpieczenie, stanie przed kolejnymi pytaniami. W pierwszej kolejności będzie musiała odpowiedzieć na pytanie o *trade off* pomiędzy zyskiem a ryzykiem, tzn. ile zarobię, a ile stracę na zabezpieczeniu, jaki jest akceptowalny poziom straty, ile będzie mnie kosztować zabezpieczenie oraz przy jakim poziomie

osiągnięty zostanie tzw. *break even*, gdzie koszty będą równoważone przez zyski. Odpowiedzi na te pytania pomogą w dobraniu właściwych instrumentów zabezpieczających. Przedsiębiorcy, którzy główny nacisk kładą na zabezpieczenie, czyli minimalizację ryzyka, powinni korzystać z produktów gwarantujących pełne zabezpieczenie pozycji, które nie zostanie anulowane lub zmienione w przypadku znacznych ruchów rynku. Z kolei firmy nastawione na zysk i jednocześnie wyrażające zgodę na potencjalnie większe ryzyko powinny zdecydować się na instrumenty bardziej elastyczne, pozwalające wykorzystywać pozytywne dla firmy zmiany kursów.

Podobnie, jak i w innych przypadkach, tak i w przypadku zabezpieczeń, im wyższe jest ryzyko, tym wyższy potencjalny zysk. Poza kwestią ryzyka niezmiernie ważna jest sprawa kosztu początkowego, który często odstrasza firmy. Z doświadczenia analityków WGI Domu Maklerskiego wynika, że problem ten jest często demonizowany przez firmy, które uważają, że zabezpieczenie pozycji walutowej wiąże się z koniecznością zapłacenia opłaty. Jednocześnie zabezpieczenie to jest porównywane do ubezpieczenia, za które się płaci, ale się z niego nie korzysta. Jest to twierdzenie błędne. Po pierwsze, istnieje wiele instrumentów, które są dla firmy zerokosztowe, a po drugie – poprawnie dobrane i zawarte zabezpieczenie przyniesie firmie realne korzyści finansowe.

Instrumenty dla wszystkich

Obecnie na polskim rynku dostępna jest większość instrumentów zabezpieczających ryzyko walutowe. Oferują je praktycznie wszystkie banki i są one dostępne dla praktycznie wszystkich przedsiębiorców, którzy chcą zabezpieczyć swoją pozycję walutową. W większości przypadków próg dla transakcji zabezpieczających to równowartość 50-100 tys. dolarów w zależności od produktu, a ich wybór jest ogromny. Ogólnie można je podzielić na trzy grupy: transakcje terminowe, opcje walutowe i struktury opcyjne. W pierwszej grupie znajdują się najprostsze instrumenty zabezpieczające, czyli forward i NDF, stosowane już w XII w. przez Flamandów. Forward to transakcja kupna lub sprzedaży określonej kwoty waluty, ustalona w dniu dzisiejszym na określoną datę w przyszłości, po ustalonym kursie. Obowiązek dostarczenia walut i rozliczenia transakcji jest symetryczny dla obu stron transakcji. Jest to instrument dający pełne zabezpieczenie, gdyż firma z góry zna kurs wymiany. Minusem jest brak możliwości partycypacji w korzystnych dla firmy zmianach na rynku. Podobną charakterystykę ma NDF, czyli *Non-Deliverable Forward*, który od „zwykłego” forwardu różni się sposobem rozliczenia. Strony nie dostarczają sobie walut, a jedynie rozliczają się na zasadzie różnic kursowych pomiędzy kursem terminowym, a kursem referencyjnym z dnia rozliczenia, np. fixingiem NBP. Transakcje typu NDF stosuje się w przypadku, gdy trudno jest przewidzieć dokładną datę wymiany walut lub wielkość transakcji może ulec zmianie.

Opcje waniliowe

Druga grupa skupia zarówno proste opcje walutowe typu *plain vanilla*, jak i bardziej skomplikowane opcje barierowe i azjatyckie. Podobnie jak forwardy, opcje nie są instrumentem nowym i były już stosowane przez Holendrów w XVII w., ale na rynku walutowym zostały zastosowane dopiero w II poł. zeszłego stulecia. Opcja to prawo kupna lub sprzedaży określonej kwoty waluty, w określonym czasie po ustalonym kursie. Ze względu na datę realizacji rozróżniamy m.in. opcje europejskie, gdzie realizacja następuje w dniu zapadalności, i opcje amerykańskie, które można zrealizować w dowolnym momencie od daty zawarcia opcji do dnia jej zapadalności. W przypadku opcji azjatyckich realizacja opcji jest uzależniona od tego, jaki był średni kurs w danym okresie. W przypadku opcji zobowiązanie jest niesymetryczne, ponieważ nabywca opcji może, ale nie musi korzystać z nabytego prawa. Jednocześnie nabywca opcji jest zobowiązany do zapłacenia premii, która pogarsza efektywny kurs zabezpieczenia. Wielkość premii jest uzależniona od parametrów opcji, ale generalna zasada jest taka, że im większe prawo wynika z opcji, tym jest ona droższa. Jeżeli po kursie EUR/PLN 4,00 będziemy chcieli kupić opcje sprzedaży euro za tydzień po 5,00 zł, będzie bardzo droga, ale jeżeli kurs ustalimy na 4,01 koszt okaże się dużo mniejszy. Oprócz opcji *plain vanilla* na rynku występują m.in. opcje odroczone (*forward start option*) oraz opcje na instrument pierwotny (*compound options*), ale w Polsce firmy najczęściej mogą się

spotkać z opcjami barierowymi oraz opcjami azjatyckimi. Opcje barierowe możemy podzielić na dwa typy: *knock-in* oraz *knock-out*. W pierwszym przypadku opcja jest uaktywniana tylko wówczas, jeśli cena instrumentu bazowego, czyli kursu walutowego, dotknie bariery. Opcje typu *knock-in* kosztują mniej od opcji standardowych, a umożliwiają zajęcie podobnej pozycji. W przypadku opcji *knock-out* profil opcji uzależniony jest od tego, czy cena instrumentu bazowego dotknie określonego poziomu bariery. Profil opcji typu *knock-out* jest podobny do opcji standardowych z tą różnicą, że posiadacz opcji tego typu traci swoje prawa, jeżeli cena instrumentu bazowego sięgnie określonego poziomu. Cena opcji typu *knock-out* jest mniejsza niż opcji standardowych, gdyż kupujący ryzykuje utratę swoich praw. W opcjach azjatyckich wypłata jest uzależniona od średniego kursu referencyjnego w danym okresie. Opcje azjatyckie są używane szczególnie chętnie przez inwestorów na rynkach o niskiej zmienności, jeżeli potrzebują oni zabezpieczyć się przed ryzykiem kursowym przez pewien okres. Opcje tego typu są ciekawym rozwiązaniem dla firm, które w regularnych odstępach czasu posiadają przepływy walutowe o zbliżonym wolumenie. Opcje typu azjatyckiego są tańsze od opcji standardowych ze względu na mniejszą zmienność średniej ceny instrumentu bazowego.

Strategie opcyjne

Ostatnią grupą są tzw. strategie opcyjne, które polegają na złożeniu kilku opcji w taki sposób, żeby powstały produkt był zerokosztowy. W skład strategii opcyjnej mogą wchodzić zarówno opcje zwykłe, jak i barierowe. Najprostszym złożeniem dwóch opcji zwykłych jest korytarz (*risk reversal collar*), który składa się z opcji kupna i opcji sprzedaży, przy czym kurs realizacji opcji sprzedaży jest niższy niż kurs opcji kupna. W zależności od ekspozycji jedna z opcji jest przez firmę nabywana, a druga sprzedawana, np. eksporter, który chce się zabezpieczyć przed spadkiem kursu, będzie kupować opcje sprzedaży i sprzedawać opcje kupna. Dzięki temu wie, że nie sprzeda waluty gorzej niż po kursie ustalonym w opcji sprzedaży, czyli po dolnym ograniczeniu korytarza. Jeżeli kurs referencyjny w dniu realizacji będzie wyższy od dolnego poziomu korytarza, ale nie wyższy niż jego górne ograniczenie, firma będzie miała możliwość sprzedaży waluty po kursie rynkowym. Jeżeli kurs referencyjny znajdzie się powyżej górnego poziomu, czyli powyżej kursu realizacji, który został ustalony w opcji kupna, firma będzie zobowiązana do sprzedaży waluty po tym kursie. Strategia korytarza jest wykorzystywana w sytuacji, w której firma chce mieć pełne zabezpieczenie, a jednocześnie liczy na pozytywny ruch kursu i chce w nim częściowo partycypować. Niestety, przy bardzo dużym, pozytywnym ruchu kursu firma partycypuje jedynie w części tego ruchu. Mimo tego jest to zabezpieczenie dużo bardziej elastyczne niż forward.

Elastyczny jak forward

Rozwiązaniem charakteryzującym się jeszcze większą elastycznością, ale dającym jednocześnie pełne zabezpieczenie, jest forward elastyczny (*knock-in forward*), składający się z jednej opcji zwykłej i z jednej opcji barierowej. W przypadku eksportera firma kupuje zwykłą opcję sprzedaży z ustalonym kursem realizacji, a sprzedaje barierową opcję kupna, w której kurs realizacji jest taki sam, jak kurs zabezpieczenia w opcji sprzedaży, a bariera – znacznie powyżej tego kursu. Jest to bariera aktywująca typu *up-and-in*, tzn. opcja kupna jest aktywowana w momencie, gdy kurs rynkowy przynajmniej raz dotknie kursu bariery. W takiej sytuacji, bez względu na kurs referencyjny w dniu realizacji, firma jest zobowiązana do sprzedaży euro po kursie zabezpieczenia. Jeżeli kurs bariery nie został dotknięty, a kurs referencyjny w dniu realizacji znajduje się powyżej poziomu zabezpieczenia, firma ma prawo do sprzedaży waluty po kursie rynkowym. Natomiast jeżeli kurs referencyjny znajdzie się poniżej kursu zabezpieczenia, firma sprzeda waluty po tym kursie. Widać zatem, że firma zawsze jest zabezpieczona przed spadkiem kursu, a jednocześnie może partycypować we wzroście kursu, aż do poziomu bariery. Niestety, aktywacja bariery nakłada na firmę obowiązek sprzedaży waluty po kursie zabezpieczenia, nawet jeżeli kurs rynkowy jest dużo wyższy. Strategie tego typu stosuje się w sytuacji, gdy chcemy się zabezpieczyć przed negatywnym ruchem kursu, a jednocześnie skorzystać na jego pozytywnym

przesunięciu. Należy jednak pamiętać, aby ustawiając poziom zabezpieczenia i bariery, brać pod uwagę możliwe poziomy wsparcia i oporu dla danego kursu.

Zakończenie

Strategii opcyjnych jest dużo więcej i praktycznie codziennie powstają nowe. Nie zawsze jednak spełniają one swoją rolę, dlatego przed wyborem zabezpieczenia należy jeszcze raz odpowiedzieć sobie na pytanie o akceptowany przez nas parytet zysk a ryzyko. Część zabezpieczeń, szczególnie zawierających opcje barierowe, może ulec dezaktywacji w sytuacji dużego ruchu na walucie, pozostawiając naszą pozycję bez zabezpieczenia. Nie należy również stosować bardzo skomplikowanych struktur, ponieważ stopień skomplikowania rzadko przekłada się na efektywność, a dużo częściej ma na celu ukrycie marży banku. Jeżeli nie jesteśmy w stanie rozrysować i w pełni zrozumieć profilu wypłaty, jaki niesie za sobą dana struktura, lepiej zdecydować się na prostsze rozwiązanie lub skorzystanie z pomocy niezależnego konsultanta specjalisty.