

Dr Paweł Wawrzyniak

Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem
Uniwersytet Łódzki
<https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2007-0012>

Swap walutowo-procentowy w transakcjach zabezpieczających

Swapy to instrumenty o stosunkowo krótkiej historii, mimo to jednak już od wielu lat zajmują ugruntowaną pozycję na rynkach finansowych. Dzięki swojej elastyczności i uniwersalności transakcje te cieszą się coraz większą popularnością, a rynek swapów należy do najszybciej rozwijających się segmentów rynku instrumentów pochodnych.

W Polsce swapy również szybko zyskują na popularności. Należy jednak pamiętać o tym, że instrumenty te są obecne zaledwie od kilku lat, a ich obrót w okresie początkowym był wręcz niezauważalny. Rosnące z roku na rok procentowe wskaźniki wzrostu dla tego segmentu wyglądają bardzo optymistycznie. Cały czas są to jednak duże przyrosty od niewielkich kwot. W skali całego rynku instrumentów pochodnych w Polsce ich udział nadal jest niewielki. Należy założyć, że nasz rynek swapów znajduje się w początkowej fazie rozwoju. Nic nie wskazuje na to, by ewolucja tych instrumentów, jaka dokonała się na rynkach światowych, nie miała się u nas powtórzyć.

Artykuł ten poświęcony jest omówieniu wybranego rodzaju swapu, jakim jest swap walutowo-procentowy (*Currency & Interest Rate Swap* – CIRS).

Warto na początku przyjrzeć się temu, w jaki sposób definiowany jest swap, zarówno w literaturze fachowej, jak i w ofertach, które banki kierują do swoich klientów. W podręcznikach i czasopiśmie fachowych najczęściej można spotkać definicję, która mówi, że **swap to umowa pomiędzy dwiema stronami, które zobowiązują się do dokonania przyszłych płatności według ściśle określonych zasad**¹. Rozwijając tę definicję, swap walutowy będzie umową pomiędzy dwoma partnerami o wymianę płatności w jednej walucie na płatności w drugiej walucie.

Faktem jest, że swap jest zagadnieniem stosunkowo złożonym i próba ogarnięcia całości w jednym zdaniu musi doprowadzić do sformułowań nader ogólnych, jak przytoczone wyżej definicje. Z drugiej jednak strony – odgadnięcie istoty tej transakcji dla niewyrobionego czytelnika jest praktycznie niemożliwe.

Próżno też szukać jasnej i zrozumiałej definicji w ofertach banków świadczących usługi na rynku swapów. Tutaj z kolei nadmiar „technikaliów” może wręcz przytłoczyć potencjalnego inwestora. Oto kilka przykładów:

„Transakcja CIRS to transakcja, w której klient i bank umawiają się, że będą sobie wzajemnie płacić strumienie płatności odsetkowych oparte o dwie różne stopy procentowe, przez ustalony okres, z ustaloną częstotliwością i od ustalonych nominalów w dwóch określonych walutach. Inaczej mówiąc – będą zamieniać stopy procentowe swoich zobowiązań lub należności w dwóch różnych walutach” (BPH).

„Walutowa transakcja na stopę procentową (CIRS) jest transakcją zawartą pomiędzy bankiem a klientem, w myśl, której:

- w określonych podokresach odsetkowych strony wymieniają się strumieniami płatności odsetkowych w dwóch różnych walutach, kalkulowanymi od uzgodnionej kwoty kapitału i w oparciu o stałe/ zmienne oprocentowanie,
- w dacie zakończenia ostatniego podokresu odsetkowego następuje wymiana końcowa kwot transakcji po kursie ustalonym w dacie zawarcia CIRS” (BGŻ).

¹ J. Hull, *Transakcje terminowe i opcje*, WIG Press 1998; E. Leszczyńska, *Rynek kontraktów swap w Polsce*, Wydawnictwo NBP 2003 i inni.

„Walutowe transakcje zamiany stóp procentowych CIRS polegają na:

- **wymianie początkowych kwot transakcji** (denominowanych w walutach bazowej i niebazowej),
- **zamianie strumieni odsetkowych** (bazowych i niebazowych), których płatności są wyliczane odpowiednio na podstawie stałej bądź zmiennej stawki procentowej, odpowiednio w walucie bazowej i niebazowej (oprocentowania bazowego i niebazowego),
- **wymianie końcowej** (przeciwstawnej do początkowej) kwot transakcji denominowanych w walutach bazowej i niebazowej” (**BRE Bank**)².

Na podstawie przytoczonych tu zaledwie kilku przykładów nie sposób oprzeć się wrażeniu, iż banki nie dokładają należytych starań, by ich potencjalni klienci nie płoszyli się na myśl o zawarciu swapa.

Dla potrzeb niniejszego artykułu zastała zaproponowana definicja, według której swap to **umowa, na podstawie której strony udzielają sobie nawzajem dwóch kredytów w różnych walutach**.

Tak sformułowana definicja nie jest oczywiście niczym nowym. Wynika ona z genezy swapów w ogóle i funkcjonowała od początku ich istnienia. Nie jest jednak powszechnie cytowana, mimo że w sposób treściwy i syntetyczny pokazuje jak skonstruowany jest swap.

W myśl tej definicji dwie strony udzielają sobie nawzajem dwóch kredytów w różnych walutach. Kredyty te są równe co do wartości według wzajemnego kursu tych walut w dniu zawarcia transakcji. Odsetki od kredytów naliczane są w takich samych okresach i płatne w tych samych dniach. W dniu ostatniej płatności oprócz odsetek zwracane są również kwoty główne kredytów w takich kwotach, w jakich były udzielone. Wysokość odsetek ustalana jest na podstawie rynkowych stóp procentowych dla kredytów w danych walutach. To, co najistotniejsze, to właśnie okresowe płatności (odsetkowe), o których wspominają wszystkie przytoczone definicje. Wartości kredytów są tutaj sprawą wtórną i są ustalane na takim poziomie, by płatności odsetkowe miały pożądaną wartość. Ponieważ każdy z kredytów może być udzielony według stopy stałej albo zmiennej, w konstrukcji swapa możemy wyróżnić następujące relacje stóp procentowych:

- dwie stopy stałe,
- dwie stopy zmienne,
- stopę stałą i stopę zmienną.

Z definicji wynika, że swap jest transakcją dokonywaną bezpośrednio pomiędzy stronami. Jego warunki nie są wystandaryzowane. Dzięki temu charakteryzuje się dużą elastycznością, gdyż strony same określają jego parametry zgodnie ze swoimi preferencjami. Wadą swapu jest konieczność znalezienia drugiej strony transakcji, która miałaby dokładnie przeciwstawne preferencje, dlatego też rynek tych transakcji praktycznie nie jest w stanie funkcjonować bez pośredników. Rolę pośredników kojarzących strony przy zawieraniu swapów przejęły głównie banki. Dzięki temu rynek tych instrumentów stał się bardziej płynny i efektywny³.

Pierwsze swapy miały charakter jednorazowy, obejmowały proces poszukiwania kontrahentów – dopasowywania ich nie tylko pod względem waluty, ale również wartości i pożądanego ram czasowych realizacji transakcji. Owe pierwsze kontrakty swapowe były produktami dopasowanymi do indywidualnych potrzeb poszczególnych klientów. Ponieważ transakcje miały charakter jednorazowy, ich przygotowanie wymagało od instytucji finansowych znacznego nakładu pracy, jednak nie były one dla nich źródłem żadnego ryzyka. W przypadku, gdy w grę wchodziła rola rzeczywistego pośrednika kojarzącego dwie strony transakcji, swapy wymagały od nich raczej „twórczego rozwiązywania problemów”, a nie podejmowania zobowiązań finansowych.

W miarę przechodzenia w stronę jednorodności kontraktów i coraz bardziej ograniczonego polegania na określonym pojedynczym kliencie rynki kontraktów swapowych zaczęły coraz bardziej upodabniać się do rynków towarowych. Rosnąca konkurencja wymusiła spadek marż. Co więcej, im

² Kilka zaledwie przykładów z bogatej oferty banków znalezionych na stronach internetowych.

³ I. Tymuła, *Swapy finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2000, s. 131.

silniejsza była konkurencja, tym mniej opłacalne dla pośrednika stawało się prowadzenie szeroko zakrojonych poszukiwań kontrahenta lub grupy kontrahentów. Pośrednicy zaczęli więc przystępować do transakcji jako kontrpartnerzy swoich klientów – nie mając odpowiednich kontrahentów do domknięcia transakcji⁴.

Swapy ewoluują w tempie szybszym niż jakiegokolwiek inne instrumenty finansowe, dlatego też opisany wyżej mechanizm funkcjonowania tej transakcji można nazwać „klasycznym” bądź też „pierwotnym”. Nie oznacza to bynajmniej, że transakcja taka stała się jedynie reliktem przeszłości. Wręcz przeciwnie. Analogicznie, jak w przypadku transakcji terminowych i opcji, również transakcje swapowe ewoluują w kierunku standaryzacji. Przejęcie przez banki funkcji pośredników na rynku przyczyniło się do tego, że w obrocie swapami zaczęły obowiązywać procedury charakterystyczne dla operacji międzybankowych. Procedury te, stosowane pierwotnie w transakcjach swapowych dokonywanych między bankami, zostały wprowadzone do operacji pomiędzy bankami i ich klientami.

Można powiedzieć, że w przypadku swapów mamy do czynienia z dwoma kierunkami ewolucji: z jednej strony – standaryzacja swapów klasycznych, z drugiej strony – rozwój bardziej zaawansowanych kontraktów swapowych, tzw. swapów drugiej generacji. Zaliczamy do nich m.in. następujące kontrakty: swap amortyzowany, swap zaliczkowy, swap opóźniony, *cap*, *floor*, *collar* i jeszcze wiele innych. Zagadnienie swapów drugiej generacji wymaga odrębnego opracowania.

Historia rozwoju transakcji

Początki transakcji swapowych sięgają lat 60. Wtedy to banki centralne w celu stabilizowania waluty krajowej zaczęły wymieniać między sobą waluty, stosując proste kontrakty swapowe. Kontrakty te to *foreign exchange swap* (FX Swap), ich konstrukcja opierała się na złożeniu dwóch prostych transakcji wymiany walut. Pierwsza z nich to transakcja natychmiastowa (*spot*) a druga to transakcja terminowa (*forward*). W efekcie tak skonstruowana transakcja pozwalała na zamianę określonej kwoty, np. dolarów na równowartość w markach i ponownej wymianie marek na dolary w terminie późniejszym.

Powszechnie uważa się, że rynek swapów rozwinął się w Wielkiej Brytanii w latach 60. Bank of England wprowadził wówczas silne ograniczenia dewizowe w celu przeciwdziałania wpływowi funtów brytyjskich poza granicę kraju. Ograniczenia te polegały na wprowadzeniu niekorzystnego kursu wymiany przy zakupie dewiz na inwestycje zagraniczne oraz zakazu udzielania kredytów w funtach na finansowanie handlu zagranicznego. Bank wymagał od firm, aby fundusze potrzebne na inwestycje pożyczają w kraju, w którym zamierzały prowadzić działalność. Doprowadziło to do rozwoju pożyczek równoległych (ang. *parallel loans*), które z kolei dały początek pożyczkom wzajemnym w dwóch różnych walutach (ang. *back-to-back currency loans*)⁵.

Oba rodzaje pożyczek to transakcje finansowe, w których dwa zagraniczne przedsiębiorstwa zobowiązywały się do zaciągnięcia pożyczek w walucie narodowej na własnym rynku finansowym, a następnie wymiany między sobą kwot pożyczek w celu finansowania inwestycji zagranicznych. Jeżeli podmioty zawarły umowę pożyczek wzajemnych, środki bezpośrednio przesyłane były do zagranicznych przedsiębiorstw. W przypadku pożyczek równoległych odpowiednie kwoty przekazywano zagranicznym filiom tych podmiotów.

Swapy walutowe (ang. *currency swap*) powstały w wyniku ewolucji pożyczek wzajemnych. Pierwsza transakcja tego typu została zawarta w Londynie w 1979 r.⁶

Swapem, który zyskał największy rozgłos i który zainspirował innych, był kontrakt zawarty przez firmę IBM i Bank Światowy. Zaaranżował go w 1981 r. Salomon Brothers⁷. Bank Światowy zamierzał wyemitować nisko oprocentowane obligacje w DEM lub CHF. Bank światowy jest instytucją szczytującą się bardzo wysoką wiarygodnością kredytową, jednak była to kolejna emisja tego typu, więc zainteresowanie inwestorów było ograniczone. W celu uplasowania całej emisji Bank

4 Ch.W. Smithson, C.W. Smith, D. Sykes Wilford, *Zarządzanie ryzykiem finansowym*, ABC, Kraków 2000, s. 305.

5 I. Tymuła, *op.cit.*, s. 131.

6 *Ibidem*, s. 78.

7 A. Wolańska, *Transakcje SWAP*, „Rynek Kapitałowy” 1998, nr 3, s. 32.

Światowy musiałby podnieść oprocentowanie, a tym samym podnieść koszty emisji. Firma IBM była zainteresowana emisją długu w DEM lub CHF, ale transakcja ta była bardzo kosztowna dla firmy. IBM zdecydował się na emisję obligacji w USD.

Problem rozwiązał Salomon Brothers, który zaproponował wyemitowanie obligacji w USD przez Bank Światowy, w CHF przez IBM i swap wzajemnych zobowiązań.

Swap polegał na tym, że Bank Światowy udzielił IBM kredytu w USD, natomiast IBM udzielił kredytu Bankowi w CHF. W ten sposób Bank Światowy pozbył się niechcianego długu w USD, ponieważ „przekazał” go do IBM. Sam natomiast zaciągnął kredyt w CHF, przyjmując go od IBM. Z kolei IBM pozbył się drogiego kredytu, przekazując go do BŚ. W zamian otrzymał kredyt w USD. Dzięki tej umowie instytucje uzyskały potrzebne fundusze taniej niż oferował je rynek.

Sukces tej transakcji spowodował duże zainteresowanie tego typu operacjami, dlatego swapy przyjęły się bardzo szybko na rynkach finansowych, dzięki czemu wielkie korporacje finansowe mogły sprawniej zarządzać swoimi finansami.

Motywy dokonywania transakcji swapowych

Wśród wielu możliwych zastosowań swapów walutowych na szczególne zainteresowanie zasługuje kilka z nich, a mianowicie:

- zamiana waluty zaciągniętego kredytu,
- zabezpieczenie przed ryzykiem walutowym wynikającym z niedopasowania przepływów importowych lub eksportowych,
- elastyczne kształtowanie przyszłych strumieni pieniężnych wynikających z założonej strategii finansowania przedsiębiorstwa,
- spekulacja⁸.

Ponieważ niniejszy artykuł dotyczy transakcji zabezpieczających z wykorzystaniem swapów, zostaną tutaj omówione jedynie dwa pierwsze motywy.

Wśród powodów, dla których przedsiębiorstwa dokonują zamiany waluty kredytu, na pierwsze miejsce wybija się chęć zmniejszenia ciężaru zadłużenia w sytuacji spodziewanej aprecjacji waluty krajowej. W przypadku oczekiwanego długotrwałego spadku kursu waluty obcej przedsiębiorstwa często rozważają przewalutowanie zaciągniętych kredytów złotych. Przewalutowanie pozwala firmie osiągnąć dwa cele: zmniejszenie ciężaru odsetek (w obecnej sytuacji stopy procentowe głównych walut światowych pozostają na niższych poziomach niż stopy procentowe dla złotego) oraz zmniejszenie ciężaru rat kapitałowych w sytuacji, gdy środki na ich spłatę pochodzą z przewalutowania złotego. Osiągnięcie wyżej opisanych korzyści odbywa się oczywiście kosztem zwiększonej ekspozycji na ryzyko walutowe, nikt bowiem na świecie nie zagwarantuje, że spodziewany korzystny trend na rynku walut nie odwróci się.

Innym istotnym powodem wykorzystania swapów w transakcjach zamiany waluty kredytu jest niemożność otrzymania kredytu w pożądanej walucie. Najczęściej spotykamy sytuację, w której banki oferują kredyty walutowe denominowane w kilku podstawowych walutach. Są to skończone i kompletne produkty bankowe. Ich ryzyko jest dokładnie oszacowane, przedziały odsetek ściśle określone dla poszczególnych ratingów kredytowych. Każdy taki kredyt jest należycie obwarowany stosownymi procedurami i klauzulami uzgodnionymi z odpowiednimi służbami bankowymi, głównie z komórkami odpowiedzialnymi za ryzyko kredytowe. Żądanie od banku udzielenia kredytu w innej walucie niż oferowane to tak naprawdę żądanie opracowania kolejnego produktu bankowego wraz z uruchamianiem całej maszyny proceduralnej i organizacyjnej opisanej powyżej. I najczęściej banki nie chcą tego robić w obawie, że zainteresowanie nowym produktem nie będzie na tyle duże, by pokryć koszty jego wprowadzenia.

Jedynym rozwiązaniem w takim przypadku jest zaciągnięcie dostępnego kredytu walutowego, a następnie zawarcie swapa walutowo-procentowego, w którym to udzielimy bankowi kredytu, który sami zaciągnęliśmy, a w zamian otrzymamy kredyt w walucie pożądanej.

8 *Ibidem*, s. 32.

Może się to wydawać dziwne, że ten sam bank nie udziela kredytu w danej walucie, natomiast chętnie zawiera swapy na tę walutę.

Otóż za transakcje swapowe odpowiedzialny jest inny departament banku. Najczęściej jest to Treasury (Dep. Skarbu), a swapy, m.in. są standardowymi produktami tego departamentu. I tutaj nie ma praktycznie problemu, by dokonać swapa na dowolną walutę znajdującą się w wolnym obrocie. Bogactwo i elastyczność oferty wynika bezpośrednio z uczestnictwa banku w rynku międzybankowym. Jeżeli rozważamy handel instrumentami finansowymi (m.in. swapami) przeprowadzany przez banki, to należy zauważyć, że przytłaczająca większość transakcji dokonywana jest w relacji bank – bank, tworząc właśnie rynek międzybankowy. Relacje bank – klient składają się na niewielki ułamek aktywności banku na rynku instrumentów finansowych. Na rynku międzybankowym wyraźnie widać, że „pieniądz nie zna granic”. Dzięki systemowi rachunków loro-nostro praktycznie o każdej porze można dokonać transakcji dowolnym instrumentem. Ponieważ swapy są transakcjami dostępnymi na rynku międzybankowym, każdy uczestnik ma dostęp do oferty praktycznie z całego świata.

Stosując ogromne uproszczenie i pomijając w rozważaniach proces magazynowania swapów (*swap warehousing*), można powiedzieć, że bank funkcjonuje na rynku swapów jak kantor. Kupuje taniej i sprzedaje drożej. Pojęcie „taniej – drożej” polega na tym, że bank oferuje swoim klientom swapy na warunkach gorszych, niż sam jest w stanie uzyskać na rynku międzybankowym. Różnica to oczywiście marża dla banku.

Zawieranie swapów następuje w oparciu o umowę ramową pomiędzy bankiem i klientem według standardu ISDA (International Swaps and Derivatives Association, Inc.) Umowa ta reguluje wzajemne zobowiązania stron i zasady rozliczeń transakcji. Dzięki temu zawarcie swapa jest maksymalnie uproszczone, gdyż większość postanowień zostało już zawarte w umowie ramowej.

Również warunki zabezpieczenia transakcji są mniej uciążliwe niż w przypadku kredytów. Oczywiście każdy swap jest zawierany w ramach limitu kredytowego przyznanego klientowi przez bank. Ryzyko dla banku w przypadku niedotrzymania umowy przez klienta ogranicza się jedynie do różnicy wartości bieżących płatności odsetkowych oraz ewentualnych kosztów domknięcia otwartej pozycji banku innym swapem. Koszty te są spowodowane ewentualnymi różnicami kursowymi pomiędzy swapem zerwanym a swapem domykającym. W każdym razie kwota zabezpieczenia stanowi jedynie ułamek kwoty głównej kredytu.

Jak widać, dzięki swapom można w miarę dowolnie kształtować warunki kredytowania, dążąc do zminimalizowania kosztów kapitału obcego.

Innym powodem dokonywana transakcji swapowych jest zabezpieczenie przed ryzykiem walutowym, wynikającym z niedopasowania przepływów importowych lub eksportowych. Mechanizm zabezpieczenia prezentuje poniższy przykład.

Pewne przedsiębiorstwo eksportuje swoje wyroby do krajów strefy euro. Znaczną część komponentów do swojej produkcji importuje ze strefy dolarowej. Przedsiębiorstwo zawarło wieloletnie kontrakty ze swoimi odbiorcami na okresowe dostawy towarów po określonej sztywnej cenie. Z drugiej strony – zabezpieczyło sobie dostawy komponentów również wieloletnią umową zabezpieczającą poziom ich cen. Dzięki zawarciu wieloletnich kontraktów przedsiębiorstwo uniezależniło się od ryzyka rynkowego. Sztywne ceny po stronie dochodów i kosztów zapewniają akceptowalny dla niego poziom marży, jednak te umowy nie wystarczają, by uchronić przedsiębiorstwo przed ewentualnymi stratami, gdyż narażone ono jest na ryzyko kursowe. To ryzyko wynika z niedopasowania strumieni przychodów i kosztów, które występują w różnych walutach. Przedsiębiorstwo otrzymuje kwoty w euro za sprzedane towary, natomiast płaci swoim kontrahentom w dolarach. Aby zapłacić dolarami, musi sprzedawać euro. Tak więc poziom dochodów i kosztów uzależniony jest od rynkowego kursu wymiany dolar/euro. Jeżeli euro umacnia się w stosunku do dolara, firma osiąga dodatkowy zysk, ponieważ musi sprzedać mniej euro, by otrzymać pożądaną kwotę dolarów do zapłaty za import. Jeżeli euro traci do dolara, większa ilość euro niezbędna jest do kupienia wymaganej ilości dolarów. W przypadku drastycznego osłabienia euro przedsiębiorstwo może utracić zyski, a nawet osiągnąć stratę. W takiej sytuacji warto rozważyć możliwość zawarcia transakcji określającej stały kurs dolara do euro i uniezależnienia się od ryzyka walutowego. Stosując strategię sztywnego kursu wymiany, przedsiębiorstwo pozbawia się szansy na osiągnięcie większego zysku spowodowanego

przez korzystne kształtowanie się relacji pomiędzy dolarem i euro. Z drugiej jednak strony, eliminacja potencjalnych strat wynikających z wyeliminowania ryzyka kursowego oraz zapewnienie sobie stałych przewidywalnych dochodów przemawia za zastosowaniem strategii zabezpieczającej. Istnieje wiele możliwości, aby ten cel osiągnąć. Można tu zastosować zestaw prostych operacji bilansowych zaliczanych do *hedgingu* naturalnego, transakcje *forward*, *futures* czy też zabezpieczenie się opcjami. Wszystko to są jednak transakcje krótkoterminowe. W omawianym przypadku, gdy na podstawie zawartych umów długoterminowych generowanych jest wiele przepływów w różnych walutach, rozwiązania te zawodzą. Zabezpieczenie wieloletniego niedopasowania walutowego transakcjami krótkoterminowymi wymagałoby wielokrotnego odnawiania kontraktów zabezpieczających. Oznacza to, że przedsiębiorstwo tylko w pierwszym okresie jest zabezpieczone. Każda kolejna transakcja zawierana byłaby na podstawie przyszłych warunków rynkowych, których w danym momencie nie można przewidzieć. W skrajnym przypadku może się zdarzyć, że przyszły kurs walutowy w momencie odnawiania kontraktu zabezpieczającego będzie na tyle niekorzystny dla przedsiębiorstwa, iż zawarcie jakiegokolwiek transakcji zabezpieczającej okaże się nieopłacalne. Możliwe jest również zawarcie szeregu kontraktów uruchamianych sukcesywnie w kolejnych okresach. Wadą takiego rozwiązania jest problem ich wyceny. Im dalszy moment rozliczenia, tym mniej korzystne warunki kontraktu. Trudno sobie wyobrazić, by inwestor, dążąc do zabezpieczenia swoich zysków, zaakceptował kontrakty, które w momencie zawarcia przynoszą mu straty.

Jedynym rozwiązaniem, adekwatnym do sytuacji, w jakiej znajduje się omawiany podmiot, jest zawarcie swapa walutowego, opartego na euro i dolarze, zawartego na okres odpowiadający umowom importu i eksportu, z płatnościami okresowymi odpowiednimi dla płatności za poszczególne dostawy.

W tym przypadku przedsiębiorstwo udziela kredytu dolarowego, przyjmując w zamian kredyt w euro. Na podstawie obowiązujących stóp procentowych dla tego typu transakcji oraz wysokości okresowych płatności w dolarach określona zostaje wysokość kredytu dolarowego, a po przeliczeniu tej wielkości przez obowiązujący w momencie zawarcia transakcji kurs dolar/euro – również kwota kredytu w euro. Płatności odsetek w dolarach winny odpowiadać okresowym płatnościom wynikającym z umowy importowej.

W dniu płatności przedsiębiorstwo otrzymuje ratę wynikającą z udzielonego kredytu dolarowego. Tę kwotę przeznacza na zapłacenie dostawy importowej. Jednocześnie płaci ono odsetki od przyjętego kredytu w euro.

W ten sposób zostały zniesione płatności dolarowe, a przedsiębiorstwo wyznacza swój zysk na podstawie różnicy pomiędzy wpływami w euro z tytułu eksportu towarów oraz płaconych odsetek w euro, wynikających z zawartego swapa walutowego.

Oczywiście płatności dolarowe nie zostały usunięte. Nadal w poszczególnych okresach przedsiębiorstwo płaci dolary za import i otrzymuje odsetki dolarowe wynikające z zawartego swapa, jednak obie te kwoty są identyczne, następuje ich kompensata w księgach firmy i nie mają one żadnego wpływu na osiągnięte przychody⁹. Poszczególne etapy omawianej transakcji przedstawia rysunek.

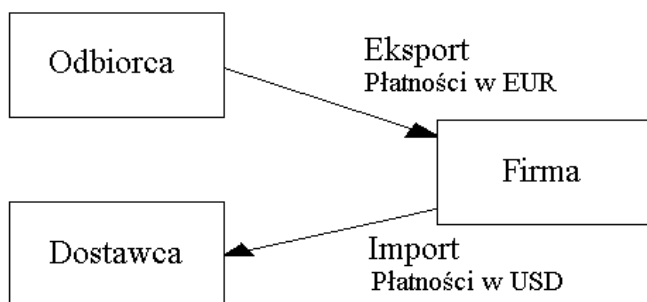
Problem omówiony w przykładzie można rozwiązać w sposób odwrotny; mianowicie pozbyć się przepływów w euro na rzecz rozliczenia się w dolarach. W tej wersji układ kredytów udzielonego i zaciągniętego byłby identyczny, jednakże należałoby dostosować wysokość i oprocentowanie kredytu przyjętego w euro w taki sposób, aby okresowe płatności odsetek były równe okresowym wpływom z tytułu eksportu. Wówczas obie płatności w euro znosiłyby się, natomiast przedsiębiorstwo rozliczałoby zysk jako różnicę pomiędzy odsetkami otrzymywanymi w dolarach a płatnościami importowymi w dolarach.

Powyższe omówienie zakłada, że jedna z dwóch walut biorących udział w rozliczeniach jest walutą krajową dla omawianego podmiotu i prowadzenie ksiąg oraz kalkulacja zysku dokonywane są w oparciu o tę walutę. Jeżeli założenie to zostanie uchylone i przyjęta zostanie trzecia waluta jako waluta krajowa dla danego przedsiębiorstwa, to omówiona strategia zabezpieczająca okazuje się niewystarczająca.

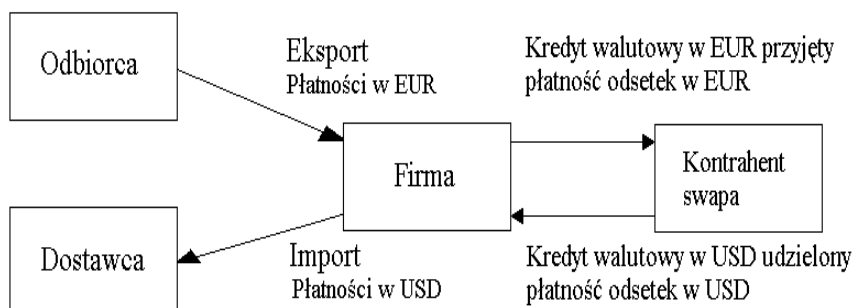
9 E. Świętochowski, *Swap procentowo – walutowy*, „Rynek Terminowy” 2000, nr 3, s. 51.

Rysunek. Schemat funkcjonowania transakcji swap.

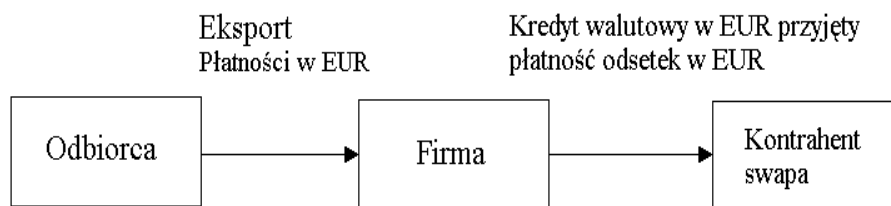
a) Sytuacja wyjściowa: Firma płaci dostawcy za import w dolarach oraz otrzymuje płatności od odbiorców w euro. Dwa strumienie pieniężne w różnych walutach są przyczyną ryzyka walutowego.



b) Pełny obraz przepływów po zawarciu transakcji swapowej. Odsetki otrzymywane w dolarach równoważą kwotę płatności importowej.



c) Zawarcie swapa zamienia płatności w dolarach na płatności w euro. Fizyczne przepływy dolarowe znoszą się, natomiast pojawia się płatność w euro z tytułu kontraktu swapowego. Osiągnięty został cel transakcji: zamiana płatności w dolarach na płatności w euro.



Źródło: opracowanie własne

Założmy, że omawiane przedsiębiorstwo jest podmiotem działającym w Polsce i rozliczenia swojej działalności dokonuje w złotych. Ryzyko walutowe związane z eksportem do strefy euro i importem dolarowym rozkłada się na dwie części. Pierwsza część związana jest ze zmiennością kursu euro do złotego, druga natomiast ze zmiennością kursu dolara do złotego. Aby wyeliminować oba czynniki ryzyka, należy dokonać dwóch walutowych transakcji swapowych. Oba swapy będą miały na celu zamianę płatności w walutach obcych na płatności w złotych. Ten cel można zrealizować w dwojaki sposób.

W pierwszym przypadku można wykorzystać omówiony już w przykładzie swap zamiany płatności dolarowych na euro. W efekcie w miejsce dwóch walut obcych pozostaje tylko jedna, jednak zysk wynikający z różnicy w przepływach nadal jest określony w euro, a jego wartość wyrażona w złotych zmienia się wraz ze zmianą kursu wymiany euro/złoty. Ten zysk pojawia się okresowo

w okresie trwania umów z dostawcą i odbiorcą. Dopelnieniem będzie więc zawarcie drugiej transakcji swapowej, zamieniającej kwotę zysku w euro na kwotę w złotych.

Alternatywą dla takiego rozwiązania jest kombinacja dwóch swapów walutowych w układzie: waluta obca/złoty. Swap dolarowo-złotowy zamienia płatności importowe w dolarach na płatności w złotych, natomiast swap euro-złotowy zamienia przychody w euro na przychody złotowe. Zysk w tym przypadku liczony jest od razu w złotych jako różnica przepływów złotych otrzymanych w wyniku transakcji zamiany.

Na zakończenie warto poczynić jeszcze kilka uwag. Swapy nie należą do transakcji prostych i tanich. Ich stosowanie wymaga pewnego doświadczenia, by w najlepszy sposób wykorzystać ich możliwości. Trzeba też nadmienić, że nie są to instrumenty dla każdego. Barię wejścia jest zwykle 1 milion USD bądź równowartość w innej walucie kwoty głównej kredytu. Tak wysoka kwota minimalna wynika z tego, że banki realizują marżę na płatnościach odsetkowych. Stąd też kwoty kredytów muszą być stosunkowo wysokie, by dochód banku z takiej transakcji był zauważalny. Również klienci zdają sobie sprawę, że uruchamianie, bądź, co bądź, zaawansowanej transakcji dla zabezpieczenia kwot rzędu kilkudziesięciu złotych mija się z celem.

Z tego też powodu swap walutowo-procentowy jest stosunkowo rzadkim instrumentem na polskim rynku. Ma to swoje odzwierciedlenie w znikomej ilości danych, jakie pojawiają się w publikacjach na ten temat. W raportach publikowanych przez NBP dane na temat CIRS wykazane są dopiero w raporcie za rok 2003 (z danymi do porównania za rok 2002). Raporty za lata poprzednie nie zawierały odrębnej pozycji dla CIRS, umieszczając te transakcje wraz z pozostałymi w kategorii „Inne instrumenty”. Jeszcze w 2004 r. NBP w swoim raporcie pisał: „Rynek kontraktów CIRS jest bardzo słabo rozwinięty. Średnie dzienne obroty w kwietniu 2004 r. wyniosły zaledwie 3 mln USD. Nieliczne banki krajowe zawierają kontrakty *basis swap* z bankami zagranicznymi. Obroty pomiędzy bankami są skoncentrowane na rynku londyńskim. Wśród podmiotów niefinansowych kontrahentami transakcji CIRS są głównie duże przedsiębiorstwa finansujące się na rynku międzynarodowym”¹⁰.

Opierając się na danych zaczerpniętych z raportów Komisji Nadzoru Bankowego za lata 2003-2006, sporządzone zostało zestawienie ukazujące podstawowe wielkości charakterystyczne dla rynku transakcji CIRS.

Lata	Wartość transakcji w mln zł	Udział CIRS w obrotach rynku instrumentów pochodnych	Liczba banków wykazujących CIRS w ofercie
12.2002	23 116,9	2,4	11
12.2003	46 223,5	3,5	11
12.2004	37 400,0	2,6	14
12.2005	71 531,3	4,2	16
09.2006	89 388,4	4,0	17

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów Narodowego Banku Polskiego, *Sytuacja finansowa banków w okresie grudzień 2003 – wrzesień 2006 r. – Synteza*.

Mając do dyspozycji tak niewielki zestaw danych, trudno wyciągać daleko idące wnioski. Z zadowoleniem należy odnotować wzrost liczby banków, w ofercie których pojawił się swap walutowo-procentowy. Na koniec września 2006 r. 31 banków wykazywało aktywność na rynku instru-

¹⁰ Wyniki badania obrotów w kwietniu 2004 r. na krajowym rynku walutowym i rynku pozgieldowych instrumentów pochodnych, Raport dla projektu Triennial Central Bank Survey on Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity. Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.

mentów pochodnych¹¹. Z tej liczby ponad połowa oferowała CIRS. Wniosek z tego, że kolejne banki traktują ten swap jako potencjalnie dochodowy produkt.

Również udział CIRS w ogólnym wolumenie transakcji na rynku instrumentów pochodnych wzrósł blisko dwukrotnie w omawianych latach. Nie zmienia to jednak faktu, że udział tych transakcji nadal stanowi niewielki margines wszystkich obrotów.

Niewielkie obroty i wąskie grono zainteresowanych sprawia, że informacje na temat zawartych kontraktów rzadko przedostają się do publicznej wiadomości. Zdarzają się jednak transakcje na tyle spektakularne, że wzbudzają zainteresowanie nie tylko w wśród fachowców, ale również wśród szerszego grona uczestników rynku finansowego w Polsce.

Najbardziej znaną transakcją w swoim czasie był swap zawarty 21 stycznia 1999 r. przez Polkomtel SA z Bankiem Handlowym w Warszawie SA i londyńskim Citibank N.A. Dzięki niej Polkomtel SA zamienił w sumie zobowiązania w wysokości 90 milionów USD i 95 milionów EUR na PLN na okres 5 lat wraz z zamianą oprocentowania zmiennego na oprocentowanie stałe. Pozwoliło to operatorowi sieci cyfrowej telefonii komórkowej Plus GSM na stabilizację wysokości opłat kredytowych, powstałych w związku z zaciągnięciem w 1998 r. kredytu długoterminowego w Deutsche Bank London AG i Banku Handlowym, i uniezależniło go od możliwych wahań kursu złotówki. W tym czasie była to największa transakcja tego typu na polskim rynku, jej łączna wartość sięgała 714 milionów PLN¹². Koszty obsługi tej transakcji dla Polkomtel SA zostały w niedługim czasie istotnie zmniejszone na skutek obniżenia przez NBP długoterminowych stóp procentowych.

Jednak to nie Polkomtel dzierży palmę pierwszeństwa wśród uczestników rynku CIRS. Pierwszeństwo należy się TP SA, która w 29 grudnia 1997 r. efektywnie wymieniła siedmioletni kredyt denominowany w dolarach amerykańskich w kwocie 100 milionów USD i zmiennym oprocentowaniu na kredyt denominowany w złotych ze stałą stopą procentową w wysokości 20,95% rocznie. 10 czerwca 1999 r. TP SA zawarła transakcję typu swap, odwrotną do opisanej powyżej¹³.

To tylko najbardziej znane przykłady, dość już odległe w czasie. Od tamtej pory, codziennie, podmioty w Polsce zawierają transakcje typu CIRS. Warto zwrócić uwagę na ten segment rynku. Swapy stanowią zestaw użytecznych narzędzi pozwalających na elastyczne zarządzanie przepływami finansowymi podmiotów gospodarczych, dlatego celem niniejszego artykułu było przybliżenie zagadnień związanych ze stosowaniem swapu walutowo-procentowego.

Wiedza na temat możliwości, jakie dają swapy, może mieć wartość wymierną. Klient posiadający szerokie doświadczenie na ten temat staje się równorzędnym partnerem podczas negocjacji z bankiem, co przekłada się na uzyskanie lepszych warunków transakcji. Nie bez znaczenia jest również umiejętność doprecyzowania parametrów swapa, by jak najlepiej spełniał on swoją rolę w ograniczaniu ryzyka walutowego i procentowego.

Literatura

- Hull J., *Transakcje terminowe i opcje*, WIG Press 1998.
Leszczyńska E., *Rynek kontraktów swap w Polsce*, Wydawnictwo NBP 2003.
Smithson Ch.W., Smith C.W., Sykes Wilford D., *Zarządzanie ryzykiem finansowym*, ABC, Kraków 2000.
Świętochowski E., *Swap procentowo – walutowy*, „Rynek Terminowy” 2000, nr 3.
Tymuła I., *Swapy finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2000.
Wolańska A., *Transakcje SWAP*, „Rynek Kapitałowy” 1998, nr 3.

11 Narodowy Bank Polski Serwis Internetowy, *Sytuacja finansowa banków w okresie styczeń – wrzesień 2006r.* – Synteza.

12 Polkomtel SA, *Raport roczny za rok 1999*.

13 Telekomunikacja Polska SA, *RAPORT BIEŻĄCY 51/2000 (Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za I kwartał 2000 r.)*, Warszawa, 9 czerwca 2000 r.

Raporty:

Telekomunikacja Polska SA, *RAPORT BIEŻĄCY 51/2000 (Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za I kwartał 2000 r.)*, Warszawa, 9 czerwca 2000 r.

Wyniki badania obrotów w kwietniu 2004 r. na krajowym rynku walutowym i rynku pozgieldowych instrumentów pochodnych, Raport dla projektu Triennial Central Bank Survey on Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity. Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.

Bank Polski Serwis Internetowy, *Sytuacja finansowa banków w okresie styczeń – wrzesień 2006r. – Synteza*.