

Zarządzanie ryzykiem a spekulacja – fakty i mity

Niektóre informacje dotyczące opcji walutowych, zamiast wyjaśniać genezę problemu opcji, wprowadzają czytelników w błąd. Wynika to zapewne z tego, że mamy do czynienia z zagadnieniem bardzo skomplikowanym.

Zarządzanie ryzykiem a spekulacja

Należy wyraźnie odróżnić pojęcia "zarządzanie ryzykiem" i "spekulacja". Zarządzanie ryzykiem jest całkowitym przeciwieństwem spekulacji, jest jej eliminowaniem.

Zawarcie transakcji forward lub futures - czyli sprzedanie waluty na termin przez eksportera lub kupienie waluty na termin przez importera - nie jest spekulacją! Jest bowiem dokładnie na odwrót. To właśnie brak zawarcia transakcji terminowej jest spekulacją. Niezabezpieczony eksporter ma bowiem długą spekulacyjną pozycję walutową. Zarabia gdy kurs waluty rośnie i traci gdy kurs waluty spada.

Niezabezpieczony importer ma krótką spekulacyjną pozycję walutową. Zarabia gdy kurs waluty spada i traci, gdy kurs waluty rośnie.

Jeśli eksporter sprzeda walutę na termin (poprzez zawarcie transakcji forward/futures), której spodziewa się w przyszłości - nie jest to spekulacją. Eksporter taki wie bowiem dokładnie ile Złotych otrzyma ze sprzedaży waluty w przyszłości.

Podobnie importer, który kupi walutę na termin (poprzez zawarcie transakcji forward/futures) - nie spekuluje. Importer taki wie bowiem dokładnie ile Złotych wyda na zakup waluty.

Wszystkie niewiadome stają się wiadomymi. Znika cała niepewność. Nie ma ryzyka. Ale też nie ma możliwości zarobienia ekstra na zmianach kursów walut.

Przy transakcji forward/futures firma eksporter nabywa jednocześnie prawo i obowiązek do sprzedania waluty. Jeśli eksporter sprzeda walutę na termin przy kursie 3,85, to jeśli w przyszłości kurs będzie niższy niż 3,85 eksporter będzie miał prawo sprzedać Euro po kursie 3,85. Jeśli zaś w przyszłości kurs będzie wyższy niż 3,85, eksporter będzie miał obowiązek sprzedać Euro po kursie 3,85. Pomimo tego, iż forward w pewnych sytuacjach nakłada na eksportera obowiązek sprzedania waluty - nie jest to transakcja spekulacyjna.

Niestety większość dziennikarzy wyraźnie podkreśla, iż zobowiązanie eksportera do sprzedania w przyszłości waluty jest spekulacją, a to oczywiście kompletna bzdura.

Jasne jest więc, że kontrakt forward/futures daje jednocześnie prawo i obowiązek. Eksporter, który sprzeda taki kontrakt ma prawo sprzedać Euro po kursie 3,85 jak też obowiązek sprzedać Euro po kursie 3,85. Jeśli rozłożymy taki kontrakt forward/futures na

części, przekonamy się, iż składa się on z kupionej opcji PUT 3,85 i wystawionej opcji CALL 3,85 o takich samych nominałach.

Innymi słowy, jeśli w przyszłości kurs Euro będzie poniżej 3,85, eksporter skorzysta z prawa sprzedania Euro po kursie 3,85 - jako posiadacz opcji PUT, czyli posiadacz prawa do sprzedania Euro nie taniej niż po kursie 3,85.

Jeśli zaś w przyszłości kurs Euro będzie powyżej 3,85, eksporter będzie miał obowiązek sprzedaży Euro po kursie 3,85 - będzie musiał wykonać swoje zobowiązanie jako wystawca opcji CALL.

Idąc logiką dziennikarzy mówiących, iż zobowiązanie eksportera do sprzedania waluty jest spekulacją, musielibyśmy uznać, iż kontrakt forward/futures jest instrumentem "z piekła rodem" - jak wyraził się Pan Zbigniew Jakubas, prezes Kongresu i Polskiej Rady Biznesu.

Należałoby wobec tego zmienić wszystkie podręczniki z finansów, w których wyraźnie stwierdza się, iż kontrakty terminowe służą do eliminacji ryzyka kursowego.

Oczywistym jest, że kontrakty forward/futures MOGĄ być wykorzystywane do spekulacji. Podobnie jak nóż MOŻE BYĆ wykorzystany do krojenia chleba, jak też do zadawania ran.

Ze spekulacją mamy do czynienia jedynie wtedy, gdy kontraktów forward/futures używa się w niewłaściwy sposób:

a) Jeśli eksporter otwiera długie pozycje (kupiwa kontrakty forward/futures), czyli kupuje walutę na termin - SPEKULACJA bardzo niebezpieczna

b) Jeśli eksporter pozbywa się wcześniej zawartych kontraktów futures (zamyka z zyskiem lub ze stratą krótkie pozycje forward/futures nie dostarczając waluty) - SPEKULACJA niebezpieczna c) Jeśli eksporter sprzedaje kontrakty forward/futures o wartości przekraczającej spodziewany przychód eksportowy - SPEKULACJA umiarkowana.

Kolejny mit - wystawianie opcji CALL jest spekulacją

Jest to oczywista nieprawda. Spekulacją dla eksportera jest brak zabezpieczenia przed spadkiem kursu waluty, nie zaś zobowiązanie do sprzedania waluty, której się spodziewamy.

Prawdą jest jednak, iż jeśli importer wystawia jedynie opcje CALL nie kupując opcji PUT - to jest to spekulacja. Ale spekulacja ta odnosi się nie do wystawionych opcji CALL, lecz braku zakupu opcji PUT.

Jeśli eksporter wystawia opcje CALL i za otrzymaną premię kupuje opcje PUT, to tak jakby zawarł transakcję typu forward/futures. Czyli eksporter taki nabywa prawo i

jednocześnie wystawia zobowiązanie o takim samym nominale. Prawo i zobowiązanie może mieć jednak inny kurs wykonania.

Przy kontrakcie forward/futures prawo i zobowiązanie mają te same kursy wykonania - na przykład kurs 3,85.

Możliwe jest jednak inne połączenie prawa i zobowiązania. Przykładem może być korytarz. Polega on na kupnie opcji PUT 3,70 (opcja ta daje prawo do sprzedania Euro po kursie nie niższym niż 3,70) z jednoczesnym wystawieniem opcji CALL 4,00 (opcja ta nakłada obowiązek sprzedania Euro nie drożej niż 4,00).

W przedziale pomiędzy 3,70-4,00 eksporter taki nie ma żadnych praw ani obowiązków. Można więc powiedzieć, iż korytarz jest o wiele wygodniejszy dla eksportera niż kontrakt forward/futures - gdyż tam prawo i obowiązek zaczynają działać od razu po zawarciu transakcji. W korytarzu zaś mamy swobodę działania w określonym przedziale - na przykład w przedziale 3,70-4,00. Można więc uznać, iż forward/futures jest korytarzem o zerowej szerokości i jest mniej elastyczny niż korytarz.

Spekulacją zaś byłby korytarz, który przykładowo wyłączyłby się po spadku kursu Euro do poziomu 3,50. Czyli gdyby eksporter zastosował opcje barierowe, które wyłączają zabezpieczenie po mocnym spadku kursu waluty. Eksporter poniósłby wtedy stratę. Jego ubezpieczenie przestałoby istnieć i eksporter nie miałby ochrony przed spadkiem kursu Euro poniżej 3,70.

Innym typem spekulacji jest, gdy eksporter wystawia opcje CALL o nominale większym niż nominal kupionych opcji PUT.

Czyli przykładowo jeśli eksporter zabezpiecza się przed spadkiem kursu na nominal 1 milion Euro i jednocześnie zobowiązuje się do sprzedania 2 milionów Euro. Strategia 1:2 jest więc spekulacją. Jednak stosowana z umiarem - przykładowo stosowana raz-dwa razy w roku dla jedno-miesięcznego przychodu z eksportu nie wyrządzi dużej szkody.

W takiej sytuacji bowiem eksporter, który zabezpieczy jedno-miesięczny przychód z eksportu, będzie miał jednocześnie zobowiązanie do sprzedania przychodów z dwóch miesięcy w przyszłości.

Gorzej gdy eksporter zabezpieczy w ten sposób cały swój roczny eksport zobowiązując się do sprzedania dwa razy więcej waluty - czyli zobowiąże się do sprzedania eksportu spodziewanego w okresie dwóch lat. Taka transakcja może wyrządzić znaczną szkodę.

Tragicznie zaś może skończyć się spekulacja, w której eksporter ubezpiecza przed spadkiem kursu nominal 1 milion Euro i w zamian zobowiązuje się do sprzedania 8 milionów Euro - czyli stosuje strategię 1:8! Rekordziści stosowali strategię 1:36 (sic!!). Czyli aby zabezpieczyć się przed spadkiem kursu Euro o nominale 1 milion Euro wystawiali zobowiązanie do sprzedania 36-krotnie więcej Euro.

ALPHA FINANCIAL SERVICES

Członek Rozliczający Warszawskiej Giełdy Towarowej S.A.

Tel. (022) 6617416

Tel./fax (022) 6617420

www.alphafs.com.pl

E-mail: afs@wgt.com.pl

To właśnie tego typu strategie oferowały niektóre banki. To właśnie te strategie mogą doprowadzić do bankructwa tysiące firm, o których wspomina Zbigniew Jakubas, prezes Kongresu i Polskiej Rady Biznesu.

Źle się stało, iż tradycyjne, konserwatywne, naturalne strategie zabezpieczające zostały wrzucone do jednego worka ze strategiami spekulacyjnymi wykorzystującymi egzotyczne opcje barierowe.

Podsumowując:

1. Spekulacja ma miejsce wtedy, gdy eksporter (lub importer) nie zabezpieczy swojego przyszłego przychodu walutowego (lub rozchodu walutowego).
2. Spekulacja ma miejsce wtedy, gdy eksporter nie ubezpieczy się przed spadkiem kursu waluty, a importer nie zabezpieczy się przed wzrostem kursu waluty.
3. Spekulacją jest, gdy eksporter wykupi takie ubezpieczenie, które chroni go przed małym spadkiem kursu waluty, lecz nie chroni go przed mocnym spadkiem kursu waluty. To tak jakby auto-casco nie chroniło przed kradzieżą lub całkowitym zniszczeniem samochodu, lecz jedynie chroniło przed drobnymi stłuczkami - opcje barierowe!
4. Spekulacją jest, jeśli eksporter kupuje walutę lub zawiera transakcje terminowe przeznaczone dla importera (kupuje kontrakty futures/forward, wystawia opcje PUT, kupuje opcje CALL).
5. Spekulacją jest, gdy eksporter zobowiązuje się do sprzedania waluty (sprzedaje kontrakty futures/forward lub wystawia opcje CALL) na nominal przekraczający roczne przychody eksportowe. Wyjątkiem od tej reguły jest sytuacja, gdy eksporter podpisuje z zagranicznym odbiorcą kilkuletni kontrakt handlowy (na przykład budowa statku, budowa samolotu, itp).
6. Spekulacją jest, gdy eksporter zawiera transakcje, w których zabezpiecza przed spadkiem kursu, mały nominal waluty i jednocześnie zobowiązuje się sprzedawać duży nominal waluty - strategia 1:8.
7. Nie jest spekulacją, jeśli eksporter zawrze transakcję forward/futures, która zabezpiecza spodziewany przychód eksportowy.
8. Nie jest spekulacją, jeśli eksporter zawrze transakcję typu korytarz - czyli kupi opcje PUT i wystawi opcje CALL o takim samym nominale. Ważne, by nominal takich transakcji nie przekraczał rocznych przychodów eksportowych. Ważne też, by korytarz taki był szeroki. Zasada jest, iż im większy nominal zabezpieczamy, tym szerszy powinien być korytarz. Przykładowo przychody eksportowe spodziewane w ciągu 1-3 miesięcy zabezpieczamy forwardem/futures (czyli korytarzem o zerowej szerokości), przychody spodziewane w ciągu 4-6 miesięcy zabezpieczamy korytarzem o 30 groszowej szerokości,

zaś przychody spodziewane w ciągu 7-12 miesięcy zabezpieczamy korytarzem o szerokości przynajmniej 30 groszy.

Spekulacja? Czy ubezpieczenie?

Nadchodzi recesja. Pracownicy zaczynają obawiać się obniżek wynagrodzeń, a nawet zwolnień. Firma zatrudniająca bowiem osiąga coraz mniejsze przychody.

Jeden z pracowników ma poważny problem. Jego wynagrodzenie miesięczne wystarcza jedynie na spłatę kredytu hipotecznego, kredytu na samochód, opłacenia przedszkola dla dzieci, czynszu, itp opłat stałych. Po opłaceniu tych rachunków pozostaje niewiele na drobne rozrywki. Pracownik obawia się, iż w razie utraty pracy, lub obniżenia wynagrodzenia, nie będzie w stanie realizować swych zobowiązań finansowych. Postanawia więc wykupić ubezpieczenie, które zabezpieczyłoby jego zobowiązania. Przyjmijmy, iż w chwili obecnej pracownik zarabia 5 tys PLN miesięcznie. Pracownik ma do wyboru trzy formy ubezpieczenia:

a) co miesiąc płaci składkę w określonej wysokości 150 PLN. Ubezpieczyciel w zamian za tę składkę wypłacać będzie pracownikowi różnicę pomiędzy obecnym i przyszłym poziomem wynagrodzenia. Czyli: (i) Jeśli pracownik całkowicie straci pracę, ubezpieczyciel wypłacać będzie 5 tys PLN miesięcznie. (ii) Jeśli zatrudniający obniży pracownikowi wynagrodzenie do 4 tys PLN, ubezpieczyciel wypłaci 1 tys PLN. (iii) Jeśli zaś pracownik będzie miał takie samo lub wyższe wynagrodzenie, ubezpieczyciel nie wypłaci nic. Pracownik taki będzie miał stałe koszty miesięczne powiększone o dodatkową składkę ubezpieczeniową.

Pracownik taki będzie miał więc zawsze NIE MNIEJ NIŻ 4850 miesięcznie Złotego dochodu - niezależnie od tego, czy straci prace, czy też dostanie podwyżkę.

b) zawiera z ubezpieczycielem umowę w której nie ma żadnej składki ubezpieczeniowej. Ubezpieczyciel w zamian za zerową składkę proponuje taki oto układ: (i) jeśli pracodawca obniży wynagrodzenie o 1 tys PLN, to ubezpieczyciel wypłaci pracownikowi dokładnie tyle samo - czyli 1 tys PLN. (ii) jeśli pracodawca nie obniży wynagrodzenia, to ubezpieczyciel nic nie wypłaci pracownikowi, (iii) jeśli pracodawca da podwyżkę pracownikowi, to pracownik musi tę nadwyżkę oddać w całości ubezpieczycielowi.

Pracownik taki będzie miał więc ZAWSZE DOKŁADNIE 5 tysięcy Złotych miesięcznego dochodu niezależnie od tego, czy utraci pracę, czy też dostanie podwyżkę.

c) zawiera z ubezpieczycielem umowę w której nie ma żadnej składki ubezpieczeniowej. Ubezpieczyciel w zamian za zerową składkę proponuje taki oto układ:

(*) jeśli pracodawca zmieni pracownikowi wynagrodzenie o 1 tys PLN w górę lub w dół - czyli jeśli zarobki będą się utrzymywać w przedziale 4-6 tys PLN, ubezpieczyciel nie wypłaci żadnego odszkodowania,

(**) jeśli pracodawca obniży wynagrodzenie poniżej poziomu 4 tys PLN, to ubezpieczyciel wypłaci odszkodowanie o takiej wartości, aby pracownik miał łączny dochód w wysokości 4 tys PLN,

(***) jeśli zarobki pracownika wzrosną powyżej 6 tys PLN, to pracownik będzie musiał oddać ubezpieczycielowi całą nadwyżkę powyżej 6 tys PLN.

Pracownik taki będzie miał więc dochody nie niższe niż 4 tys PLN i nie wyższe niż 6 tys PLN.

Jak łatwo się domyślić, pracownik wybierze pierwszą formę ubezpieczenia w sytuacji, gdy bardziej spodziewa się dużej podwyżki niż spadku wynagrodzenia. Ubezpieczenie wykupuje na wszelki wypadek.

Drugą formę ubezpieczenia wybierze taki pracownik, którego stałe zobowiązania są tak wysokie, iż nie pozwalają mu wydać nawet 150 Złotych na dodatkowe ubezpieczenie. Pracownik taki nie liczy na podwyżkę. Chce jedynie czuć bezpieczeństwo i zawsze mieć do dyspozycji 5 tys Złotych wynagrodzenia.

Trzecią formę ubezpieczenia wybierze taki pracownik, u którego miesięczne opłaty nie są wysokie i pozwalają mu na margines spadku dochodów o 1 tys PLN. W zamian za to pracownik stwarza sobie szansę uzyskania podwyżki w wysokości 1 tys PLN.

Oczywiście pracownik może nie wybrać żadnej formy ubezpieczenia. Jeśli tak postąpi i nieoczekiwanie straci pracę, lub jego wynagrodzenie ulegnie znacznemu obniżeniu, pracownik popadnie w kłopoty, gdyż nie będzie w stanie realizować swoich stałych miesięcznych opłat.

Inne typy umów z ubezpieczycielem byłyby spekulacją

Przykładowo jeśli pracownik straci pracę, to ubezpieczyciel wypłacać mu będzie podwójne wynagrodzenie - czyli 10 tys PLN miesięcznie. Pracownik taki mógłby celowo zwolnić się z pracy, by uzyskać ekstra dochód. Ale jeśli pracodawca da podwyżkę pracownikowi, to pracownik musi oddać ubezpieczycielowi dwa razy więcej.

Inny przykład spekulacji:

Jeśli pracodawca obniży pracownikowi wynagrodzenie o 1 tys PLN, to ubezpieczyciel wypłaci pracownikowi 1 tys PLN. Lecz jeśli pracodawca obniży pracownikowi wynagrodzenie o 2 tys PLN lub zwolni pracownika, to ubezpieczyciel nie wypłaci żadnego odszkodowania. W skrajnym przypadku ubezpieczyciel mógłby żądać od takiego zwolnionego z pracy pracownika odszkodowania (to byłby już kompletny nonsens, ale takie nonsensy zdarzają się na rynku ubezpieczeń walutowych).

W analogiczny sposób działają ubezpieczenia przed ryzykiem kursowym dla eksporterów i importerów.

Przedstawione, w dystrybuowanych raportach, poglądy, oceny i wnioski są wyrazem osobistych poglądów autora i nie mają charakteru rekomendacji do nabycia lub zbycia albo powstrzymania się od dokonania transakcji w odniesieniu do jakichkolwiek walut lub papierów wartościowych. Poglądy te jak i inne treści raportów nie stanowią "rekomendacji" lub "doradztwa" w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Wyłączną odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne, podjęte lub zaniechane na podstawie raportu lub z wykorzystaniem wniosków w nim zawartych, ponosi inwestor. Autor jest również właścicielem majątkowych praw autorskich do raportów. W szczególności zabronione jest kopiowanie, przedrukowywanie, udostępnianie osobom trzecim i rozpowszechnianie raportów w całości lub we fragmentach bez zgody autora. Zgodę taką można uzyskać po prostu pisząc na adres afs@wgt.com.pl