

Ewa Widz

Wykorzystanie kontraktów futures do zabezpieczania ekspozycji na ryzyko walutowe

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/1,
433-443

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

EWA WIDZ

*Wykorzystanie kontraktów futures do zabezpieczenia
ekspozycji na ryzyko walutowe*

Currency Futures in Hedging Currency Risk

Wprowadzenie

Ekspozycja na ryzyko walutowe jest nieodłącznym elementem działalności wielu przedsiębiorstw. Świadomość ryzyka powinna skutkować opracowaniem odpowiedniej strategii zarządzania tym ryzykiem z uwzględnieniem analizy możliwych do zastosowania instrumentów.

Wybór strategii zarządzania zależy przede wszystkim od tego, jaką skłonnością do ryzyka cechuje się inwestor. Strategie mogą mieć charakter konserwatywny lub agresywny. Strategia agresywna (aktywna) polega na wykorzystaniu ryzyka w celu zwiększenia wartości posiadanych lub antycypowanych pozycji. Pozycja długa jest otwierana w oczekiwaniu aprecjacji waluty, zaś krótka w oczekiwaniu na deprecjację. Strategia konserwatywna (pasywna) oznacza dążenie do pełnego zabezpieczenia przed zmianą wartości¹. Zwykle nie da się całkowicie wyeliminować ryzyka, a jedynie ograniczyć ewentualne straty.

¹ Z. Marciniak, *Zarządzanie wartością i ryzykiem przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych*, Oficyna Wyd. SGH, Warszawa 2001, s. 159.

1. Istota ryzyka walutowego

Ryzyko walutowe ma charakter wielowymiarowy. Można je traktować jako zagrożenie dla osiągnięcia zamierzonych celów na skutek zmian kursu walutowego lub na skutek niedoskonałej antycypacji tych zmian. Zmienność kursów powoduje, iż rzeczywiste przepływy finansowe związane z wymianą zagraniczną czy też z inwestycjami zagranicznymi mogą się okazać odmienne od oczekiwanych. Przez ryzyko walutowe można także rozumieć możliwość zmniejszenia wartości rynkowej kapitału (np. przedsiębiorstwa) w wyniku zmian kursów walutowych. Wynika to z faktu posiadania otwartych pozycji walutowych (walut, należności i zobowiązań w walutach). Jeśli występuje niedopasowanie struktury aktywów i pasywów denominowanych w walutach obcych, mamy do czynienia z ekspozycją kapitału własnego na ryzyko walutowe.

Na ryzyko walutowe składają się:

- ryzyko transakcyjne (kursowe) – będące wynikiem konkretnej transakcji, wynikające z możliwości zmiany kursu w okresie pomiędzy powstaniem należności lub zobowiązania w walucie obcej a momentem dokonania rozliczenia transakcji,
- ryzyko wymiany (konwersji) – dotyczące zmian w wycenie wartości księgowej pozycji bilansu oraz rachunków zysków i strat na skutek zmian kursu walutowego,
- ryzyko ekonomiczne – wynikające z możliwości zmniejszenia wartości planowanych przepływów pieniężnych w długim okresie na skutek nieprzewidzianych zmian kursów walutowych; dotyczy głównie podmiotów, które aktywnie uczestniczą w wymianie handlowej z zagranicą, udzielają kredytów w walutach obcych czy też dokonują inwestycji bezpośrednich².

Ograniczanie ryzyka walutowego w praktyce obejmuje następujące działania: rozpoznanie obszarów ryzyka, na jakie narażony jest podmiot i identyfikacja przesłanek potencjalnych strat (określenie pozycji walutowej), pomiar ryzyka (np. VaR czy luka walutowa³), wybór i opracowanie odpowiedniej strategii ograniczania ryzyka, konstrukcja instrumentarium, zawarcie konkretnych transakcji zabezpieczających oraz monitorowanie i kontrola obszarów ryzyka w połączeniu z oceną skuteczności zabezpieczenia.

2. Hedging naturalny a zabezpieczenie przy pomocy instrumentów pochodnych

Tradycyjne strategie ograniczania ryzyka walutowego opierają się na instrumentach dostępnych wewnątrz przedsiębiorstwa i polegają na dokonywaniu operacji

² L. Szyszko, *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2000, s. 179.

³ Z. Marciniak, *op. cit.*, s. 157–158.

bilansowych. Przedsiębiorstwa eksportujące i importujące, narażone na ryzyko zmiany kursów walutowych, mogą przerzucać to ryzyko na inne podmioty (partnerów transakcji), poprzez:

- zawieranie transakcji z partnerami zagranicznymi w walucie krajowej,
- klauzule przewidujące zmianę wartości transakcji w sytuacji znacznej zmiany kursu,
- klauzule waluty trzeciej i klauzule wyboru waluty,
- przyspieszanie płatności (*leading*) i opóźnianie płatności (*lagging*),
- kompensowanie wzajemnych należności i zobowiązań przy rozliczaniu sald (*netting*),
- skracanie pozycji w danej walucie np. poprzez finansowanie produkcji na eksport kredytem walutowym (*matching*),
- zaciągnięcie pożyczki w walucie zagranicznej i jej sprzedaż w transakcji spot na rynku kasowym dla zabezpieczenia wartości należności w walucie obcej, zaciągnięcie pożyczki w walucie krajowej i nabycie waluty obcej w celu zabezpieczenia wartości przyszłych zobowiązań w walucie obcej (*covering*)⁴.

Możliwe jest ponadto dokonywanie operacji pozabilansowych. Metoda ubezpieczenia ryzyka kursowego w firmie ubezpieczeniowej jest stosunkowo rzadko wykorzystywana ze względu na wysokie koszty. Z kolei gwarancje kursowe nie zawsze są dostępne. Zdecydowanie częściej przedsiębiorstwa wykorzystują w tym celu instrumenty pochodne. Ograniczanie ryzyka poprzez wykorzystanie transakcji terminowych, których przedmiotem są finansowe instrumenty pochodne, nazywane jest tradycyjnie hedgingiem.

Hedging naturalny oznacza zabezpieczenie wykorzystujące metody wewnętrzne. Początkowo przedsiębiorstwa stosowały przede wszystkim *hedging* naturalny ze względu na brak innych możliwości. Wzrost ryzyka walutowego po upadku systemu z Bretton Woods stał się czynnikiem rozwoju instrumentów pochodnych, które pozwalały zabezpieczać się stosunkowo tanio i skutecznie przed tym rodzajem ryzyka. W konstrukcji strategii hedgingowych mogą być używane różne instrumenty pochodne – zarówno giełdowe, jak i pozagiełdowe oraz różne transakcje terminowe. Do najczęściej wykorzystywanych należą: kontrakty *forward*, opcje i swapy walutowe.

3. Dobór i wykorzystanie instrumentów do zabezpieczenia ryzyka kursowego

Wybór instrumentów wykorzystanych do zabezpieczenia uzależniony jest m.in. od typu ekspozycji na ryzyko i celu, jaki ma być osiągnięty. Wykorzystanie kontraktów *forward* i *futures* umożliwia ustabilizowanie kursu na poziomie z dnia zawarcia

⁴ D. Bennett, *Ryzyko walutowe. Instrumenty i strategie zabezpieczające*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 80–94.

umowy. W ten sposób ograniczane są nie tylko straty, ale także ewentualne korzyści wynikające ze zmiany kursu walutowego. Jest to zabezpieczenie symetryczne. Z kolei zastosowanie opcji pozwala na minimalizację strat przy jednoczesnym zachowaniu możliwości osiągnięcia dodatkowych korzyści w przypadku zmian kursu w przeciwnym kierunku (zabezpieczenie asymetryczne). Przy pomocy różnych instrumentów można uzyskać niejednokrotnie podobne efekty, dlatego przedmiotem szczególnej uwagi powinny być koszty zabezpieczenia.

Wybór instrumentarium zależy ponadto od rozmiaru globalnej pozycji walutowej w danym okresie i wielkości pojedynczych pozycji walutowych poddanych ryzyku kursowemu oraz od terminu początku i zakończenia występowania ryzyka kursowego⁵.

Długa pozycja walutowa (*long*) oznacza wartościową nadwyżkę aktywów w walutach obcych nad pasywami w walutach obcych. W przypadku aprecjacji waluty obcej pozycja długa generuje zysk, zaś deprecjacja powoduje stratę na tej pozycji. Krótka pozycja walutowa (*short*) oznacza wartościową nadwyżkę pasywów w walutach obcych nad aktywami w walutach obcych. Aprecjacja waluty obcej skutkuje stratą na pozycji, a deprecjacja – zyskiem. W sytuacji gdy nie jest znana wielkość pozycji narażonych na ryzyko, najczęściej wybierane są opcje walutowe i kontrakty *forward*. Z kolei znajomość wielkości pozycji narażonych na ryzyko i okresu występowania ryzyka skutkuje wyborem jako zabezpieczenia kontraktów *forward*, *futures* lub swapów. Wybór instrumentarium w zależności od posiadanych informacji został przedstawiony w tabeli 1.

Ważnymi determinantami wyboru są także stabilność waluty rozliczeń, relacja otwartej pozycji do obrotów przedsiębiorstwa, kwalifikacje kadry kierowniczej, preferencje kadry kierowniczej co do metod zarządzania ryzykiem kursowym oraz stosunek właścicieli firmy do ryzyka walutowego⁶.

Badania dotyczące strategii zabezpieczających zagraniczną wymianę handlową, realizowanych przez przedsiębiorstwa z różnych części świata, wykazały, że najpowszechniej stosowanymi instrumentami pochodnymi są kontrakty *forward*, które wykorzystuje ponad 90% firm, a ponadto opcje walutowe (80% firm) i transakcje typu swap (60% firm)⁷. Badania ankietowe dotyczące zarządzania ryzykiem walutowym w Polsce, przeprowadzone przez NBP w 2007 r. na grupie ponad 800 przedsiębiorstw niefinansowych, wykazały, że 49,6% z nich zabezpiecza ryzyko walutowe (w grupie dużych przedsiębiorstw było to 60,8%)⁸. Zwykle łączone było stosowanie derywatów z hedgingiem naturalnym (rys. 1).

⁵ J. Zając, *Polski rynek walutowy w praktyce: produkty, transakcje, strategie, zarządzanie ryzykiem walutowym*, Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1999, s. 242–243.

⁶ P. Misztal, *Zabezpieczenie przed ryzykiem zmian kursu walutowego*, Difin, Warszawa 2004, s. 62–63.

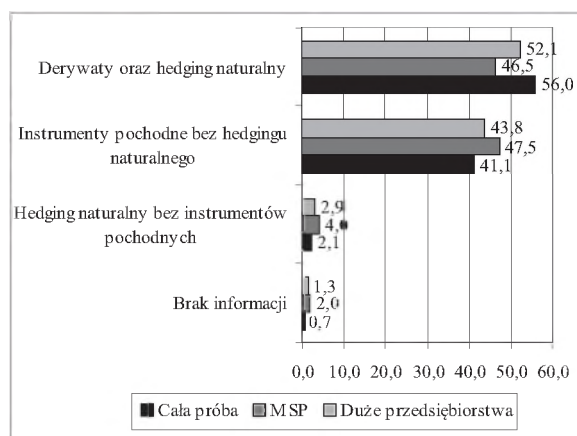
⁷ D. Bennett, *op.cit.*, s. 142.

⁸ I. Tymoczko, *Sposoby zabezpieczania się polskich przedsiębiorstw niefinansowych przed ryzykiem kursowym*, „Bank i Kredyt” 2009, nr 3, s. 77.

Tabela 1. Kryteria doboru instrumentów do zabezpieczenia ryzyka kursowego

Wielkość pozycji globalnej narażonej na ryzyko	Nie jest znana ↓	Jest znana ↓	↘		
Wielkość pojedynczych pozycji	Nie jest znana ↓	Jest znana ↓	↘	Nie jest znana ↓	↘
Okres występowania ryzyka	Nie jest znana ↓	Jest znana ↓	Nie jest znana ↓	Nie jest znana ↓	Jest znana ↓
Produkty	Opcje walutowe	Kredyt Kontrakty futures Outright-forward Kuponowy walutowy swap kapitałowy	Opcje walutowe Kredyt w rachunku bieżącym Transakcja spot i trzymanie walut na rachunku bieżącym	Opcje walutowe Outright-forward Swapy walutowe	Outright-forward Opcje walutowe

Źródło: J. Zając, *op. cit.*, s. 244.



Rys. 1. Korzystanie z instrumentów zabezpieczających ryzyko kursowe w polskich przedsiębiorstwach (w %)

Źródło: I. Tymoczko, *op. cit.*, s. 78.

Największym zainteresowaniem wśród tradycyjnych przedsiębiorstw w Polsce spośród pozagiądowych instrumentów pochodnych stosowanych do zabezpieczania ryzyka walutowego cieszą się transakcje *outright-forward* i opcje walutowe. W badaniu ankietowym NBP 76,7% wskazań przedsiębiorstw wykorzystujących instrumenty

pochodne w zabezpieczeniu dotyczyło kontraktów *forward*, drugim co do popularności były opcje walutowe (38,3%)⁹. Potwierdzają to obroty na rynku instrumentów pochodnych. Co prawda, największe obroty występują na rynku transakcji swapowych, lecz są to głównie operacje między podmiotami finansowymi. Obroty na rynku klientowskim koncentrują się na transakcjach typu *forward*. W obrotach z instytucjami niefinansowymi przeważają tu transakcje EUR/PLN (ok. 62% operacji wymiany złotego w 2010 r.), co wynika ze struktury płatności w handlu międzynarodowym Polski i ze ścisłego powiązania polskiej gospodarki z gospodarką Unii Europejskiej, a zwłaszcza krajami strefy euro. Transakcje USD/PLN stanowią ok. 28% obrotów w tym segmencie rynku¹⁰. Dane dotyczące średnich dziennych obrotów na rynku walutowych instrumentów pochodnych OTC w kwietniu 2007 i 2010 r. prezentuje tabela 2.

Tabela 2. Średnie dzienne obroty w poszczególnych segmentach rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych na waluty w Polsce w kwietniu 2007 r. i 2010 r. (w mln USD)

Wyszczególnienie	Średnie dzienne obroty w kwietniu 2007 r. w mln USD	Średnie dzienne obroty w kwietniu 2010 r. w mln USD	W tym: transakcje z podmiotami niefinansowymi
Rynek transakcji outright-forward	527	318	222
Rynek swapów walutowych	5 881	5 368	36
Rynek kontraktów CIRS	68	79	0
Rynek opcji walutowych	343	128	52
Razem	6 819	5 893	310

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Wyniki badania...* 2010, s. 3–4.

Warto zauważyć, że w 2010 r. średnie dzienne obroty walutowymi instrumentami pochodnymi OTC spadły w porównaniu z 2007 r. – średnio o 13% według kursu stałego, w tym w segmencie klientowskim o 58%. Jedną z przyczyn były duże straty poniesione przez polskie przedsiębiorstwa na skutek zawartych opcji walutowych z bankami oraz narastające obawy związane z niewłaściwym wykorzystywaniem pozagiełdowych instrumentów pochodnych, co potwierdził ostatni kryzys finansowy. W efekcie banki zaostrzyły wymagania stawiane klientom stosującym te instrumenty. Trzeba też pamiętać, iż sytuacja na rynku walutowym w poszczególnych latach była bardzo zróżnicowana. Rok 2008 cechowała wysoka fluktuacja kursów, stąd

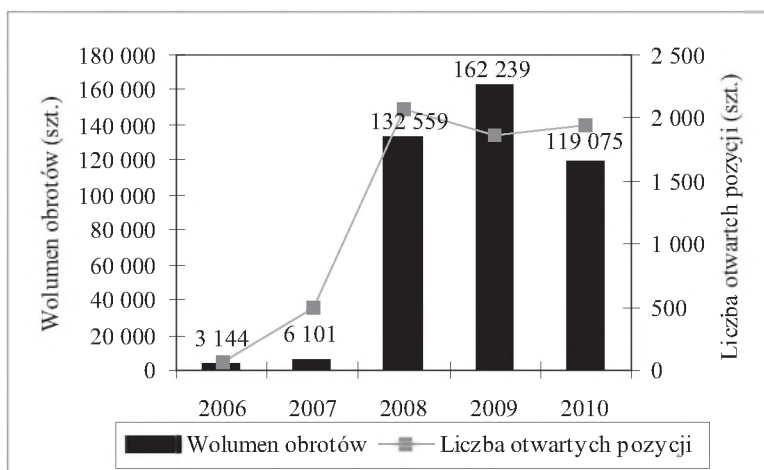
⁹ *Ibidem*, s. 82–83.

¹⁰ *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2010, s. 4–5.

też większe zainteresowanie walutowymi instrumentami pochodnymi. Uspokojenie sytuacji po I kwartale 2009 r. wpłynęło na znaczący spadek aktywności podmiotów na terminowym rynku walutowym. Z kolei 2010 r. upłynął pod znakiem kryzysu zadłużeniowego państw strefy euro, co przełożyło się na duże przepływy kapitału umacniające waluty uznawane tradycyjnie za bezpieczne. Rok 2011 przyniósł kolejne zawirowania, skutkujące głównie aprecjacją franka szwajcarskiego.

Zmiany na rynku walut znalazły odzwierciedlenie także na rynku giełdowych instrumentów pochodnych na waluty w Polsce. Na polskim rynku dostępne są kontrakty *futures* na waluty na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i Warszawskiej Giełdzie Towarowej oraz opcje walutowe na Warszawskiej Giełdzie Towarowej.

Rynek kontraktów *futures* na waluty na GPW w Warszawie charakteryzuje się niską płynnością. Przelomowym rokiem w obrocie kontraktami walutowymi był rok 2008. Caloroczny wolumen wyniósł wówczas 132,6 tys. kontraktów i był prawie 22-krotnie wyższy od wolumenu z 2007 r., a obrót w ujęciu wartościowym wyniósł 1,5 mld USD (wzrost z 61 mln USD w 2007 r.). Tak wysoka dynamika wzrostu była spowodowana zawirowaniami na światowym rynku walutowym. Natomiast w 2010 r. zainteresowanie tego typu instrumentami znacznie spadło (rys. 2). Większość transakcji zawieranych na rynku *futures* ma charakter spekulacyjny. Z ogólnopolskiego badania inwestorów giełdowych przeprowadzonego w 2010 r. przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych wynika, że inwestujący w instrumenty pochodne jako główny cel wskazują motyw spekulacyjny (61,5% inwestorów), natomiast zabezpieczenie przed ryzykiem jest motywem 23% inwestorów.¹¹



Rys. 2. Wolumen obrotów kontraktami *futures* na waluty na tle liczby otwartych pozycji na koniec roku na GPW w Warszawie w latach 2006–2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW.

¹¹ *Profil inwestora giełdowego w 2010 r.*, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, 2010, s. 26.

Podobne tendencje rozwojowe jak na GPW w zakresie giełdowych instrumentów pochodnych na waluty można było zaobserwować na rynku walutowych instrumentów pochodnych na WGT: w 2008 r. obroty kontraktami walutowymi (*futures* i opcje łącznie) wzrosły do 109,5 tys. szt., tj. w porównaniu z rokiem poprzednim o 175%. W kolejnych latach obroty te spadały do 62,8 tys. szt. w 2009 r. i do 42,8 tys. szt. w 2010 r. Około 80% obrotów pochodnymi na waluty na WGT generują kontrakty *futures*. Widać ponadto wyraźnie dominującą rolę par walutowych EUR/PLN i USD/PLN oraz znaczny udział EUR/USD. Wykorzystanie przez inwestorów kontraktów rozliczanych przez dostawę walut potwierdza stosowanie tych instrumentów w strategiach zabezpieczających ekspozycje na ryzyko transakcyjne.

Mimo istotnych zmian, jakie dokonały się w ostatnich trzech latach, oba rynki walutowych instrumentów pochodnych (na GPW i WGT) należy uznać za słabo rozwinięte i o relatywnie niskiej płynności, co świadczy o stosunkowo rzadkim wykorzystywaniu przez polskie przedsiębiorstwa giełdowych instrumentów pochodnych na waluty do zabezpieczania pozycji na rynku kasowym.

4. Hedging z wykorzystaniem kontraktów *futures*

Istota kontraktu *futures* jest podobna do kontraktu *forward*: obie umowy umożliwiają kupno lub sprzedaż określonych aktywów (w tym przypadku waluty) w określonym czasie w przyszłości po określonej cenie. Podstawowa różnica dotyczy standaryzacji kontraktu i wynikających stąd konsekwencji. Kontrakty *futures* wymagają standaryzacji ze względu na fakt, iż są instrumentami giełdowymi. Standaryzacji podlegają m.in. wielkość kontraktu, pierwszy i ostatni dzień obrotu, data wygaśnięcia, sposób dokonania rozliczenia. W przypadku kontraktów *futures* najczęściej nie dochodzi do fizycznej dostawy przedmiotu kontraktu. Pozycja przyjęta przez posiadacza kontraktu jest zwykle likwidowana przez zajęcie pozycji odwrotnej. Dla podmiotu zabezpieczającego się możliwość zamknięcia pozycji w dowolnym momencie jest ważną zaletą. Można bowiem na bieżąco reagować na zmiany sytuacji na rynku, np. zmniejszać lub zwiększać otwarte pozycje.

Ceny kontraktów na giełdzie są kształtowane przez grę popytu i podaży. Otwarcie pozycji na kontraktach *futures*, zarówno długiej, jak i krótkiej, wymaga wniesienia depozytu zabezpieczającego, który stanowi pewien procent wartości kontraktu. Inwestor nie musi zatem posiadać wysokich środków, żeby zabezpieczyć pozycje na rynku kasowym. W warunkach dużej zmienności na rynku walut poziom depozytów zwykle jest podnoszony, co z kolei oznacza większe nakłady początkowe. Istotne jest to, iż kontrakty *futures* są rozliczane codziennie, na zasadzie *marking to market*. Zmiana ceny kontraktu *futures* powoduje przepływ środków pieniężnych między rachunkami inwestorów, którzy mają przeciwne pozycje: z rachunku sprzedającego kontrakt na rachunek kupującego w sytuacji wzrostu kursu kontraktu, w odwrotnym kierunku – przy spadku kursu. Utrzymanie depozytów z punktu widzenia inwestora

zabezpieczającego stanowi z jednej strony dodatkowe obciążenie, gdyż ewentualne niedobory muszą być uzupełniane, ale z drugiej – pozwala na bieżącą kontrolę sytuacji.

Zabezpieczenie długiej pozycji walutowej wymaga zajęcia krótkiej pozycji w kontraktach (*short hedge*). Jeśli obawy inwestora co do deprecjacji waluty, potwierdzą się, straty na otwartej pozycji walutowej zostaną wyrównane przez zyski z transakcji na rynku kontraktów (przy założeniu zabezpieczenia doskonałego). Obawa przed aprecjacją waluty obcej w przypadku otwartej krótkiej pozycji walutowej wymaga natomiast zajęcia pozycji długiej w kontraktach (kupna kontraktu). Jest to zabezpieczenie typu *long hedge*.

Podmiot zabezpieczający się powinien pamiętać o wadach, jakie posiadają instrumenty symetryczne, a takimi są kontrakty *futures*. Zmiana kursu waluty w kierunku korzystnym, z punktu widzenia posiadanych otwartych pozycji walutowych na rynku spot, pozbawia inwestora zabezpieczającego się dodatkowych korzyści¹². Zostają one pochłonięte przez straty na rynku kontraktów *futures*. Jednocześnie pełna kompensata zysków i strat występuje jedynie w sytuacji, gdy baza (różnica między ceną kasową waluty i ceną terminową kontraktu) jest stała. Ponieważ nie można dokładnie określić, jak baza zmieni się w czasie, pojawia się ryzyko bazy, które może poprawić lub pogorszyć sytuację finansową. Z tego powodu należy szczególną uwagę zwrócić na ustalenie odpowiedniej liczby kontraktów do zabezpieczenia poprzez wyznaczenie współczynnika zabezpieczenia na podstawie analizy rzeczywistych danych (np. metodę minimalizacji wariancji)¹³. Często jednak ustalona w ten sposób optymalna liczba kontraktów nie jest liczbą całkowitą, więc albo mamy do czynienia z zabezpieczeniem częściowym albo następuje *over-hedge*. Tabela 3 przedstawia wpływ zmiany bazy na wynik strategii zabezpieczającej.

Jako narzędzie zabezpieczające, kontrakty *futures* są wykorzystywane w celu ochrony przed wahaniami kursu wymiany, czyli przede wszystkim do zabezpieczania ekspozycji na ryzyko konwersji. W tej funkcji są jednak zwykle zastępowane przez kontrakty *forward* lub pożyczkę walutową.

Tabela 3. Wpływ zmian bazy na wynik strategii zabezpieczającej

Baza	Wynik zabezpieczenia		
	Zysk netto	Hedging doskonały	Strata netto
Wzmacnia się	SH		LH
Bez zmian (stała)		LH, SH	
Oslabia się	LH		SH

SH – pozycja krótka na kontrakcie *futures* (*short hedge*), LH – pozycja długa na kontrakcie *futures* (*long hedge*).

Źródło: H. Mamcarz, *Ryzyko bazy w strategiach zabezpieczających za pomocą procentowych kontraktów futures* [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Prace Naukowe AE we Wrocławiu, nr 974, Wrocław 2003, s. 24.

¹² P. Wawrzyniak, *Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie* [w:] *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, red. W. Tarczyński, Wyd. Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000, s. 613.

¹³ J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, Wyd. WIG-Press, Warszawa 1999, s. 107–109.

Kontrakty *futures* mogą też stanowić tańszą i mniej kłopotliwą alternatywę dla kontraktów *forward* w zabezpieczeniu ryzyka transakcyjnego, zwłaszcza w aspekcie ograniczonego dostępu do rynku instrumentów OTC z powodu kryzysu finansowego i podwyższenia wymagań stawianych przedsiębiorstwom przez banki. Zamknięcie pozycji zabezpieczającej powinno jednak nastąpić w terminie otrzymania lub dokonania zapłaty wynikającej z zawartej transakcji. Zwykle nie ma możliwości dokładnego dopasowania terminu, w którym wygasa ryzyko walutowe, z terminem wygaśnięcia kontraktu, a to dodatkowo zwiększa ryzyko bazy. Jednak kiedy uda się dopasować oba terminy, można ściśle określić ryzyko bazy. Wynika to z faktu, że walutowe kontrakty *futures* na GPW są rozliczane w terminie wykonania według średniego kursu waluty ustalanego przez NBP na fixingu w dniu wygaśnięcia kontraktu. To powoduje, że zmiana bazy jest wcześniej znana.

Świadomość niedoskonałości zabezpieczenia ze względu na ryzyko bazy powinna skutkować stosowaniem hedgingu dynamicznego, polegającego na monitorowaniu otwartych pozycji zabezpieczających i ewentualnym ich korygowaniu.

Z kolei wykorzystywanie kontraktów *futures* jako zabezpieczenia zysków denominowanych w walutach obcych jest zastępowane przez stosowanie opcji na kurs średni, które pozwalają przy przeliczaniu zysków osiągnąć kurs średni w odróżnieniu od kontraktów *futures*, w przypadku których kurs jest ustalany na jeden określony termin¹⁴.

Przyczyn niezbyt częstego wykorzystywania kontraktów *futures* w zabezpieczeniu należy upatrywać w standaryzacji tego instrumentu, co skutkuje niską elastycznością. Dotyczy to głównie rodzaju instrumentu bazowego, wielkości kontraktu i terminu wygaśnięcia. GPW oferuje niewielki zakres walut, jakie mogą być instrumentem bazowym dla kontraktów *futures*, koncentrując się na tych, które znajdują zainteresowanie wśród inwestorów. Jako pierwsze kontrakty walutowe do obrotu wprowadzono *futures* na kurs USD/PLN (25 września 1998 r.) i EUR/PLN (31 maja 1999 r.). We wrześniu 2008 r. GPW rozpoczęła notowania nowych klas kontraktów walutowych: na kurs franka szwajcarskiego i funta brytyjskiego. Jednakże niewielka płynność na kontraktach na funta spowodowała zawieszenie obrotu tymi instrumentami (od stycznia 2009 r.). Z kolei na WGT, gdzie notowane są zarówno kontrakty *futures*, jak i opcje walutowe, w 2010 r. obrót dotyczył aż 14 par walutowych, z czego ponad 50% wolumenu stanowił obrót na parę EUR/PLN, a 39% - na USD/PLN. W przypadku pozostałych par walutowych widoczne jest wyraźne rozdrobnienie.

Kolejne ograniczenia dotyczą wielkości i terminów wygasania kontraktu. Kontrakty opiewają na pewną ilość waluty, która to ilość nie musi być dokładnie taka, jakiej potrzebuje podmiot zabezpieczający się. Na GPW dostępne są jedynie kontrakty na 10 000 jednostek waluty o terminach wygasania przypadających w trzeci piątek miesiąca. Jeśli w danym momencie nie są dostępne kontrakty o odpowiednio długim

¹⁴ D. Bennett, *op. cit.*, s. 147.

terminie, można zastosować strategię wielokrotnego odnawiania zabezpieczenia poprzez rolowanie kontraktów.

Zakończenie

Dostępność kontraktów *futures* na waluty, ze względu na ich giełdowy charakter, oraz niskie koszty zabezpieczenia są atutami hedgingu z wykorzystaniem *futures*. Z kolei do głównych wad, które utrudniają stosowanie kontraktów tego typu do zabezpieczenia, należy niska elastyczność spowodowana standaryzacją instrumentu oraz ograniczenie ewentualnych korzyści wynikających ze zmiany kursu walutowego, co jest cechą charakterystyczną instrumentów symetrycznych. Przedstawione słabości strategii zabezpieczających z wykorzystaniem kontraktów *futures* powodują, że przedsiębiorstwa częściej w polskich warunkach korzystają z instrumentów pochodnych na rynku OTC, głównie kontraktów *forward* i opcji walutowych.

Currency Futures in Hedging Currency Risk

The article concentrates on hedging of currency positions by companies. The aim of this paper is to present the possibilities of using futures to hedge currency risk. The availability of the instrument, due to its exchange trading, and its low cost are the main advantages of hedging with futures. The main disadvantage, however, is its low elasticity resulting from standardization. Another downside is the limit of the potential profits, which is characteristic of symmetrical instruments. As a result, companies prefer to hedge with OTC derivatives, especially with forwards and currency options.