Преминаване от несигурност към предвидимост – стратегии за управление на стоковия риск чрез стоков суап

Калина Янкова[*]

Пазарите на суровини винаги са се отличавали с плавни движения, предвидимост и по-малка волатилност в сравнение с другите финансови инструменти като валута и акции например. Тези характеристики обаче драстично се промениха в следствие на COVID пандемията, която силно наруши веригите за доставки, последвана от войната в Украйна, която е производител на някой от основните хранителни суровини, и търговските ограничения, наложени на Русия, която е от големите износители на цели класове борсовотъргувани стоки.

Тези сътресения направиха силно непредвидими борсовите цени (Li, Zhao-Chen и колектив, 2023)[1] и немалко производители, прекупвачи (окрупняващи количества, особено за аграрни суровини) и купувачи в България претърпяха финансови загуби. Това даде възможност на голяма част от тях да потърсят възможности за хеджиране на риска от нежелано движение на цената на дадена суровина чрез създадените за това финансови инструменти за хеджиране.

Хеджирането на суровини по своята същност е сключване на сделка, с която се фиксира цена за конкретна суровина за определен бъдещ период, като целта е да се неутрализира евентуално неблагоприятно движение.

Инструментите за стоково хеджиране имат за цел да защитят клиента от нежелано движение на цените на основните базови стоки – продавачите от понижаване на борсовите цени, а купувачите – от тяхното покачване.

На стоково хеджиране подлежат основните класове суровини, които се търгуват борсово. Най-общо могат да бъдат групирани по следния начин:

- Петрол и петролни продукти;
- Природен газ;
- Базови метали – мед, алуминий, цинк, никел, олово, стомана;
- Благородни метали – злато, сребро платина, паладий;
- Хранителни суровини – пшеница, захар, рапица, какао, кафе и други.

Същност на стоковия риск

Стоковият риск е възможността цената на дадена суровина да се промени в посока, която не е била предвидена от клиента и не съответства на финансовите му разчети. Когато даденият клиент е купувач на съответната суровина, стоковият риск се изразява с покачване на борсовите цени (когато това движение изобщо не е очаквано) или покачването им в по-голяма степен от очакваното. Обратното, когато е продавач (прекупвач, окрупняващ обеми или производител) рискът се изразява в неочакваното спадане на борсовата цена или спадането ѝ с повече от очакваното. Финансовият пазар отговаря на необходимостта на стоковата търговия от инструменти за хеджиране на стоковия риск като създава няколко такива – стоков фючърс, стокова опция и стоков суап. По своята същност, те имат една и съща функция, но същността им и достъпа до тях са различни.

Стоковият фючърс е най-традиционната форма за хеджиране на стоковия риск. Възниква пръв като инструменти и бързо става широко популярен. Стоковият фючърс стандартизира качеството и количеството на сделката, като за клиентите от България, това е повече в минус. Самите борси са географски отдалечени от страната и приключването на фючърсната сделка с реална доставка е трудно и скъпо, което обезсмисля това им използване. Използват се само за хеджиране на цената, като клиентът

[*] Калина Янкова ,
Университет за национално и световно стопанство, София

[1] Li, Z.-C. et al. (2023) 'Forecasting global stock market volatilities in an uncertain world', International Review of Financial Analysis, 85, p. N.PAG. doi:10.1016/j.irfa.2022.102463.

трябва да се съобразява с особеностите на дадената борса относно сроковете за парично приключване на сделките.

Вторият инструмент за хеджиране на цената на борсовотъргуваните стоки е стоковата опция. Тя има повече предимства пред фючърса относно задължението за изпълнение на сделката. Купувачът на опцията, независимо дали е кол или пут опция има правото, но не и задължението да купи или продаде съответния базов актив по страйк цената (цената на изпълнение) на опцията. Ако цената е икономически неизгодна в сравнение с текущата борсова цена, то купувачът на опцията не е задължен да я изпълни и загубата му е до размера на платената опционна премия. Неудобството за българските клиенти е отново географската отдалеченост от борсовите пазари. Традиционно издателите на опциите са търговци, които се намират в близост до борсовия център на съответната суровина. Съответно и опциите не могат да завършат с реална доставка, а следва да се приключват с обратна сделка.

Стоковият суап е нестандартизиран финансов инструмент за хеджиране на стоков риск, който стъпва върху борсовата цена на даден стоков фючърс и следва неговата срочност, но премахва част от недостатъците му.

Стоковият суап по същество е извънборсова сделка, при която се договаря размяната на паричен поток в зависимост от цената на базовата суровини. Целта е да се избегнат нежелани пазарни изменения в цената, като тя бъде фиксирана. Използването на този инструмент е за само за ценова защита и нямат физическа доставка, т.е. приключването им е само „КЕШ“, т.е. сетълментът е само и единствено чрез размяна на плащания.

Практиката показва, че ликвидността е основно концентрирана на суаповите пазари, а не на фючърсния пазар (стоковата борсата), поради по-голямата им гъвкавост и удобство на търговия. Минималните лотовете (количеството) на една сделка, са по-малко от тези на един фючърсен контракт, което дава възможност и на по-малки участници на пазара да се възползват от възможността да направят стоково хеджиране.

Необходими условия да се сключи такава сделка

Най-важното условие за сключването на сделка за стоково е хеджиране е необходимостта от такава сделка, т.е. фактическите сделки с дадената суровина да се сключват по плаващи цени. Това означава, че клиентът уговаря дадено количество от съответната суровина днес, но с отложена доставка във времето, като цената ще се определи към конкретна бъдеща дата или при товарене на готовата продукция по съответната борсова цена в този ден. Последната може да е с малък дисконт или с надбавка, като това зависи от конкретните договорки между страните. Това условие важи и в случаите, когато клиентът е купувач на суровината (възниква необходимост от защита срещу покачване) и когато е продавач (необходимост от защита от понижаване на борсовата цена).

Всяка финансова институция, която предлага на своите клиенти стоков суап има своите специфични вътрешни правила и процедури, но всички те са длъжни да спазват действащото законодателство в България и правната рамка на EMIR[2] и MiFID II[3]. Най-общо клиентът трябва да е категоризиран, да има подписан договор и LEI номер (Legal Entity Identification number), както и всички останали изисквани от редица закони декларации, оценки и уведомления.

Много важна част от подготовката по стартирането на този тип сделки с даден клиент е учредяването на обезпечение или гласуването на лимит. Всяка финансова институция работи с PFE (Potential future exposure) фактори[4] и ги използва за определяне на първоначалния размер на обезпечение – това е процент от максимално откритата позиция, която клиентът иска да има към даден момент от определена суровина. Обезпечението може да е под формата на надлежно учреден залог в полза на съответната финансова институция, кредитна

[2] EMIR (European Market Infrastructure Regulation) и техническите стандарти, които се прилагат за съответния финансов инструмент.

[3] MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) е съвкупност от регламенти с директно приложение, които регулират сделките с финансови инструменти, борсовата търговия и контрола върху тях. Тези, които пряко се прилагат за сделките със стоков суап са Регламент 600/2014, Регламент 648/2012 (MiFIR), Делегиран регламент 2017/565.

[4] PFE се отнася до кредитната експозиция към определена бъдеща дата, моделирана с определен доверителен интервал.

линия или необезпечен лимит. Това зависи от кредитната история на съответния клиент и свободните капиталови буфери на съответната институция. За всяка суровина, която клиентът иска да търгува се открива и марджин процедура, чиято задача е да следи степента на покритие на текущата открита позиция на клиента от първоначално предоставено обезпечение или наличен лимит и при неблагоприятно за клиента движение на борсовите цени по текуща пазарна преоценка, да се изисква допълнително обезпечение. Това най-често става под формата на блокирани парични средства по пасивна сметка съгласно разпоредбите на ЗДФО[5].

Финансовите институции в България и в частност банките обикновено предоставят тези инструменти за хеджиране на реални сделки, а не за спекулация, като по същата причина те се предлагат само на юридически лица. Причината е във високия риск от неизпълнение, който тези сделки носят - голямата волатилност на борсовите цени от последните години, както и несигурността и прекъсваемостта на доставките на суровините прави банките особено предпазливи при тези сделки. Изискваните обезпечения по тези сделки са между 4 и 5 пъти (зависи от суровината и специфичния риск, който носи) по-големи в сравнение с хеджирането на EURUSD например или лихвеното хеджиране на 10-годишен инвестиционен кредит например.

Самата сделка често се извършва по телефона или през друг електронен канал, като следва да се уточнят основните параметри по сделката – борсова суровина, количество (поръчката се подава в съответните единици) и дата. Датата следва да съвпада със съответния борсов фючърс, който ще се използва за основа на суапа. На база тези параметри, клиентът получава котировка (цена) и потвърждава или отказва сделката (при поставянето на пазарна поръчка). Клиентът може да иска изпълнение на ордера и при точно определена цена – тогава поставя лимитирана поръчка. Това е начинът, по който клиент може да фиксира цената за даден период.

В България част от по-големите банки, с широк достъп до външните пазари, предлагат на своите клиенти стоков суап в две разновидности, според спецификата на самата суровина – азиатски и европейски стоков суап (ДСК, 2023)[6]. Има суровини, като стоманата например, които се търгуват само в един вид суап – в случая азиатски, но има и такива суровини, които се предлагат и в двете разновидности и клиентът сам определя коя според личните си предпочитания. Основната разлика между двата вида суап е начина на определяне на крайната цена (сетълмент цената), на базата на която се изчислява финансовия резултат от суапа.

При азиатския стил суап (Asian average style swap) сетълмент цената представлява аритметичната средна на цените на затваряне за хеджирания период/месец. Фактическото разплащане на резултата на суапа се извършва два дни (T + 2) след падежа на борсовия фючърс (края на хеджирания период). Този тип стоков суап се използва основно за хеджиране на петролни продукти и индустриални метали – цинк, олово, мед, стомана, алуминий и други. Традиционно азиатския суап се използва за период от 6 до 12 месеца, на месечна база.

При европейския суап (European bullet style swap) сетълмент цената се формира спрямо фиксинга/цената на сделката към конкретна дата. Най-често европейски суап се използва при хеджиране на хранителни суровини – пшеница, царевица, рапица; метали – злато, сребро, олово и т.н. Сетълментът е също на T + 2 след падежа на фючърса. При този вид суап трябва да се отчита факта, че дневните ценови флуктуации са по-волатилни от месечните.

Има определени специфики при този тип суап в зависимост от суровината, която се хеджира (N.C. 2006)[7] (London Metal Exchange 2023)[8]:

[5] Закон за договорите за финансово обезпечение

[6] ДСК (2023) Управление на стоков риск, Налично на: dskbank.bg (видяно на: 10.07.2023)

[7] N. C. (2006) 'Cash-settled futures market launched in Europe', Asset Securitization Report, 6(9), p. 18. Достъпно на: https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=20007467&site=ehost-live (видяно на: 15.07.2023).

[8] London Metal Exchange (2023) A Guide to LME Cash-Settled Futures, Достъпно на: https://www.lme.com/Education/Online-resources/LME-Insight/Introduction-to-cash-settled-futures (Видяно на: 12.08.2023)

1. Bullet swap physical delivery (cash settled) – отнася се например за пшеница и рапица при която често има физическа доставка. При тях не се чака до падеж, сделката трябва да бъде затворена/предоговорена минимум 3 дни преди датата на падеж на базовия фючърс. Резултатът може да се изплати преди падежа, като се дисконтира или се изплаща на T + 2 след падежа.

2. Bullet swap financial settlement (cash settled) – олово, алуминий. Позицията може да се задържи до падежа на базовия фючърс като за преоценка се използва цената към същия ден (fixing price). Не е задължително предсрочно затваряне или предоговаряне.

Фактическо действие на стоковия суап

Добра практика е клиентът да прави суап сделките в момента на сключване на физическите сделки. Така той елиминира напълно риска към момента на възникването му.

Клиент иска да хеджира алуминий с падеж февруари 2024 (LAG24), за което сключва стоков суап, азиатски стил. Клиентът е продавач на суровината и иска да се предпази от понижаване на цената. Борсовата мерна единица е MT - метричен тон.

Пример

Клиент продава 500 MT Primary aluminum на цена 2270 USD/MT с доставка февруари 2024, т.е. цената, която ще служи за формиране на резултата е средната за месец февруари 2024. Нека клиентът има примерни разходи (брокерска комисионна) в размер на 6 USD/MT, т.е. крайната цена за клиента става 2 264 USD/MT.

Сценарий 1: средната за февруари 2024г. е 2 200 USD/MT и клиентът реализира положителен резултат в размер на 500 MT x (2 264 – 2 200) = 32 000 USD.

Резултатът се изплаща на втория работен ден на месец март, 04 март 2024.

Сценарий 2: средната за февруари 2024г. е 2 350 USD/MT и клиентът реализира негативен резултат в размер на 500 MT x (2 264 – 2 350) = -43 000 USD.

Резултатът е дължим от клиента на 04 март 2024г.

Сценарий 3: средната за февруари 2024г. е 2 270 USD/MT като в случая резултатът за клиента е негативен в размер на 500 MT x (2 264 – 2 270) = 3 000 USD – разходите по сделката.

Резултатът е дължим от клиента на 04 март 2024г.

Разглежданите примери са базирани на хипотезата, че клиентът държи позицията до падежа на сделката, т.е. изчаква да изтече хеджирания период. В случай, че позицията бъде закрита преди падежа, т.е. клиентът прави обратна сделка и купува първоначално продаденото количество със същия период на доставка, то тогава резултатът от стоковия суап се отчита по същия начин, но се начислява и втори път разходи за финансовата институция, доставчик на финансовия инструмент за затварящата сделка.

Клиентът може да направи обратна сделка по всяко време в рамките на срока на стоковия суап, като финалното разплащане става на втория работен ден след края на хеджирания период. Даден клиент може да го направи по една от следните причини – промяна/отмяна на физическата сделка, която се хеджира; достигане на максималната, според клиента печалба и очаквано от него последващо негативно движение на борсата. По предходния пример, клиентът е продавач на алуминий и сключва суап. Цената на фючърса започва да пада и достига според клиента дъно, след което очакванията му са за покачване на цената. Клиентът прави обратна сделка на най-ниската според него стойност и при покачване на цената над това ниво, клиентът ще е реализирал допълнителен доход в сравнение с този, който би реализирал при ако задържи хеджа до падежа му. Независимо от момента на сключване на обратната сделка, нетирания резултат ще бъде получен/е дължим след падежа.

Клиентът сам избира дали да направи пълно или частично хеджиране и това е свързано с личната му преценка и склонността му да избягва или поема риск.

Хеджирането на стоковия риск едва започва да навлиза в България. Много фирми започват да преминават от типичния до скоро начин на бюджетиране и неуправление на финансовите и ценовите рискове, към съвременно управление на фирмените финанси, включително чрез назначаването на по-високо квалифицирани специалисти с финансово образование и опит в сферата на инвестициите. Инструментите за хеджиране на стоковия риск все още са слабо

познати и не така използвани като валутните хеджирания (валутен форуърд, валутен суап и валутна опция), но до скоро такива бяха и инструментите за хеджиране на лихвите. Рязкото покачване на EURIBOR наложи много от фирмите да хеджират своите лихвени плащания.

Към момента в България сравнително малко банки предлагат инструменти за хеджиране на стоковия риск. Причините за това са две – по-малките банки с основно български капитал нямат достъп до тези пазари, тъй като нямат банки-майки, които да оперират от тяхно име. Втората причина е, че тези инструменти са сравнително нови за България и специалистите, които го търгуват са много малко в сравнение с общия брой на дилърите и брокерите на финансови инструменти в страната. Икономическата действителност обаче наложи спешни промени в тези насоки и инструментите тепърва ще разкриват своя потенциал пред българските фирми.

Използвана литература:

3. EMIR (European Market Infrastructure Regulation) I tekhnicheski standarti kum nego
4. Li, Z.-C. et al. (2023) 'Forecasting global stock market volatilities in an uncertain world', International Review of Financial Analysis, 85, p. N.PAG. doi:10.1016/j.irfa.2022.102463.
5. London Metal Exchange (2023) A Guide to LME Cash-Settled Futures, Available at: https://www.lme.com/Education/Online-resources/LME-Insight/Introduction-to-cash-settled-futures (12.08.2023)
6. MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) – Regulation (EU) No 600/2014, Regulation (EU) No 648/2012 (MiFIR), Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565.
7. N. C. (2006) 'Cash-settled futures market launched in Europe', Asset Securitization Report, 6(9), p. 18. Available at:
8. https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=20007467&site=ehost-live (15.07.2023).
9. DSK (2023) Upravlenie na stokov risk, Available at: dskbank.bg (10.07.2023)
10. Zakon za dogovorite za finansovo obezpechenie