

**Michał A. Jerzak**

*Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu*

## **OPCJE WALUTOWE, JAKO INSTRUMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM KURSOWYM W AGROBIZNESIE**

### *CURRENCY OPTIONS AS A TOOLS FOR RISK MANAGEMENT IN AGRIBUSINESS*

**Słowa kluczowe: agrobiznes, rynek finansowy, opcja walutowa, zarządzanie ryzykiem**

*Key words: agribusiness, financial market, currency option, risk management*

**Synopsis.** Procesy globalizacyjne i związany z tym wzrost zmienności cenowej, który potęgowany jest kryzysem gospodarczym wskazuje na zasadność stosowania metod zarządzania różnymi rodzajami ryzyk. Owówiono problem opcji, jako instrumentu zabezpieczania kursu walut w transakcjach dokonywanych przez przedsiębiorstwa agrobiznesu. Wskazano też na wpływ opcji walutowych oferowanych przez niektóre banki na sytuację ekonomiczną firm korzystających z tego instrumentu.

### **Wstęp**

Postępujące w gospodarce procesy globalizacyjne sprawiają, że efekty zarówno wzrostu gospodarczego, jak i załamań koniunktury i kryzysów odczuwane są w różnym stopniu w całej gospodarce światowej. Negatywne skutki doświadczanego obecnie globalnego kryzysu finansowego nie oszczędzają również agrobiznesu w Polsce, a w szczególności tej jego części, która swoją produkcję opiera na surowcach importowanych.

Notowana na przełomie lat 2008 i 2009, wysoka zmienność kursów walut między innymi par: złoty – dolar; euro – złoty, pogłębiała negatywne efekty spowolnienia gospodarczego i skłaniała do podjęcia bardziej wnikliwych rozważań nad dotychczasową praktyką i dalszymi możliwościami wykorzystania rynków instrumentów pochodnych do zarządzania tak znaczącym i dokuczliwym dla przedsiębiorstw ryzykiem zmienności kursów walut. Szczególnie dotyczy to tych podmiotów agrobiznesu, które zajmują się handlem międzynarodowym towarami rolnymi.

Dostępne w Polsce instrumenty zarządzania ryzykiem kursowym to między innymi kontrakty terminowe i opcje walutowe. Rynek ten funkcjonuje zarówno na Giełdzie Papierów Wartościowych, jak i na Warszawskiej Giełdzie Towarowej S.A. Opcje walutowe w systemie pozagiełdowym oferowały również niektóre banki i to dzięki nim instrument ten na przełomie 2008-2009 roku stał na cenzurowanym i został niesłusznie okrzyknięty, jako „opcje toksyczne”, podstępnie prowadzące do upadłości wielu firm, w tym również z branży rolno-żywnościowej. Towarzysząca temu zjawisku powszechna dyskusja, a nawet zaangażowanie rządu w łagodzenie skutków zawartych umów cywilnych przez przedsiębiorstwa z bankami, skłoniła do przeprowadzenia studium funkcjonowania opcji walutowych w polskiej gospodarce i dokonania analizy przyczyn, jakie spowodowały tak duże zamieszanie na rynku, doprowadzając w skrajnych przypadkach do upadłości firmy zarówno z agrobiznesu, jak i innych działów gospodarki.

### **Istota opcji, jako instrumentu zarządzania ryzykiem**

Kontrakty opcyjne znane są na rynku towarowym od prawie stu lat. Pierwszy raz próbowano je wykorzystać w towarowym obrocie giełdowym w latach dwudziestych XX w., jednak bez szczególnego sukcesu. Dynamiczny rozwój tych instrumentów, szczególnie na rynkach finansowych, nastąpił w latach siedemdziesiątych XX wieku, co związane było między innymi z rozwojem systemów rozliczeniowych umożliwiających właściwe rozliczanie i kontrolę dużego obrotu tymi instrumentami.

W rozumieniu finansowo-gospodarczym opcja jest prawem do zakupu lub sprzedaży określonego instrumentu bazowego (towaru, waluty lub innych instrumentów finansowych) w określo-

nym przyszłym terminie i po określonej cenie. Na rynku funkcjonują najczęściej opcje kupna (*call*) dające prawo do zakupu określonego instrumentu bazowego w określonej na opcji cenie i terminie realizacji oraz opcje sprzedaży (*put*) uprawniające do sprzedaży określonych instrumentów bazowych w terminie i cenie określonej na opcji. Do obrotu rynkowego zarówno pierwsze, jak i drugie trafiają przeważnie za pośrednictwem instytucji finansowych będących wystawcami – sprzedawcami opcji. Nabywcami tych instrumentów są zarówno przedsiębiorstwa, jak i instytucje finansowe. Celem ich zakupu jest zarządzanie ryzykiem cenowym towaru lub ryzykiem niekorzystnej zmiany kursu walut albo też działalność spekulacyjna. W założeniach mechanizmu funkcjonowania opcji zawarta jest jednak nierówność praw i obowiązków stron kontraktu, czego inwestorzy muszą mieć świadomość i zaakceptować. Nierówność ta polega na tym, że wystawiający opcję ma ograniczone możliwości zysku (do wysokości premii płaconej przez kupującego za opcję), narażony jest natomiast na nieograniczone niebezpieczeństwo straty w sytuacji niekorzystnej zmiany ceny. Wystawiający opcję przyjmuje również obowiązek wykonania zobowiązań wynikających z opcji w sytuacji, gdy jej posiadacz zwróci się z takim żądaniem.

Sytuacja nabywcy opcji, zarówno sprzedaży (*put*) jak i kupna (*call*) jest niewspółmiernie mniej niebezpieczna, bowiem kupując opcję czy to kupna (*put*), czy też sprzedaży (*call*) w istocie kupuje prawo do sprzedaży lub zakupu instrumentu bazowego w ilości i cenie określonej na opcji. Prawo, którego wykonanie zależy od decyzji posiadacza opcji, bowiem nie jest on prawnie zobowiązany do realizacji posiadanej opcji. Jego ewentualna strata w przypadku rezygnacji z wykonania opcji jest ograniczona do wielkości ceny płaconej za opcję (premię), natomiast możliwość zysku jest w zasadzie nieograniczona. W gospodarce opcje są instrumentem efektywnego zabezpieczania kursów walut oraz cen towarów w przyszłych okresach. Są z powodzeniem stosowane w działalności gospodarczej od ponad 30 lat, jednak decyzja o wykorzystaniu opcji walutowych czy też towarowych wymaga znajomości istoty ich funkcjonowania, jak również doświadczenia w tym zakresie.

### **Opcje w strategii zarządzania ryzykiem kursowym przedsiębiorstw**

Ekonomiczna efektywność wielu przedsiębiorstw agrobiznesu w dużej mierze uzależniona jest od możliwości wymiany handlowej z zagranicą. Dotyczy to między innymi branży: mięsnej, jak i zbożowej. Umowy zawierane z partnerami UE na dostawy np. mięsa uwzględniają zarówno odroczonej dostawę, jak i płatności, co stwarza dużą ekspozycję na ryzyko niekorzystnej zmiany ceny towaru, jak i kursów walut.

Każdy przedsiębiorca eksportujący towar i posiadający umowy z odroczonym terminem płatności, może obawiać się, że w wyniku niekorzystnej dla niego zmiany kursu walut, w tym przypadku wzmocnienia złotego, może ponieść stratę finansową wynikającą z różnicy kursowej. W szczególności jest to istotne w warunkach panującej dużej zmienności rynkowej kursu walut. Importerzy towarów rolnych obawiają się z kolei osłabienia polskiej waluty, bo będzie to skutkowało wyższą ceną zakupu towaru w przeliczeniu na złote.

Wśród dostępnych na rynku polskim instrumentów zarządzania ryzykiem niekorzystnej zmiany kursów walut, często wykorzystywane są opcje, których instrumentem bazowym są walutowe kontrakty terminowe. Wokół tych właśnie instrumentów powstało w ostatnich miesiącach 2008 roku wiele wątpliwości i dyskusji.

Dla zobrazowania okoliczności, które doprowadziły do strat w wielu firmach uczestniczących w polskim rynku opcji walutowych, poniżej przedstawiono analizę sytuacji, w jakiej znalazł się w drugiej połowie 2008 roku przykładowy eksporter towarów rolnych zabezpieczający na rynku opcji kurs euro dla kontraktu o wartości 1 mln euro. Przyjmując, że w lipcu 2008 roku za 1 euro trzeba było zapłacić 3,2 zł, a zatem planowany przy tym kursie przychód inwestora to 3,2 mln zł. Kwota ta pokrywała założone koszty działalności podstawowej i obejmowała określony zysk z przedsięwzięcia.

Chcąc świadomie zarządzać ryzykiem kursowym przedsiębiorca powinien rozważyć przyjęcie jednej z trzech przedstawionych strategii.

### **Przyjęcie ryzyka i pokrycie ewentualnych strat wynikających z wystąpienia sytuacji ryzykownych**

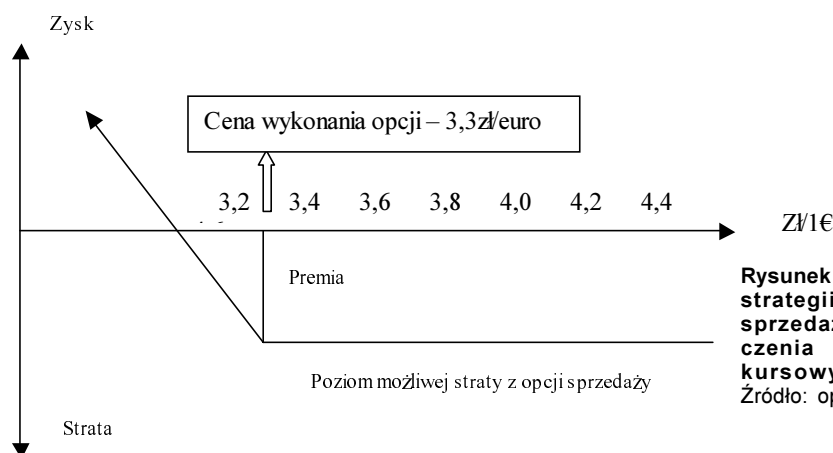
Jest to strategia niekorzystania z instrumentów zarządzania rynkiem i ponoszenia z tego tytułu wszystkich finansowych konsekwencji. W tej konkretnej sytuacji strategia ta okazała się być korzystną, ponieważ złoty w stosunku do euro w okresie od lipca 2008 do października 2008 osłabił

się o ok. 50% do dolara i 20% do euro, a w lutym 2009 eksporter mięsa mógł uzyskać 4,6 zł za 1 euro, a zatem jego przychody finansowe z tytułu różnic kursowych wyniosłyby 1,4 mln zł.

Importer towarów rolnych znalazł się natomiast w sytuacji całkowicie odwrotnej, bowiem osłabiająca się złotówka skutkuje wzrostem cen zakupu surowców z importu, a to generuje straty dla przedsiębiorstwa z tytułu różnic kursowych.

### Strategia wykorzystania kontraktów opcyjnych do zabezpieczenia przyszłych przychodów przed umacnianiem się złotego na rynku

Jest to klasyczna strategia stosowana przez wiele firm. Należy tu zaznaczyć, że w przypadku tej konkretnej sytuacji w momencie zawierania kontraktu opcyjnego panowała na rynku powszechna opinia o trwałości kursu złotego lub też ewentualnym dalszym jego umacnianiu. Słabo słyszalne były głosy, że mocny złoty w czasie ogólnoświatowej zwiększającej się awersji do ryzyka to stan bardzo chwiejnej równowagi [Mielus 2009]. Eksporter ani nawet bank nie przewidywali zatem sytuacji jaka wystąpiła na rynku walutowym parę miesięcy później. Stąd też w przekonaniu o słuszności podejmowanej decyzji eksporter przyjął strategię zabezpieczenia przed ryzykiem dalszego umacniania się złotego. Dokonał w tym celu zakupu opcji sprzedaży (*put*), których instrumentem bazowym są kontrakty terminowe na dostawę waluty przy kursie na poziomie 3,30 zł za 1 euro. Zabezpieczeniem inwestor objął całą należną kwotę, tj. 1 mln euro. Graficznie transakcję tą przedstawia rysunek 1.



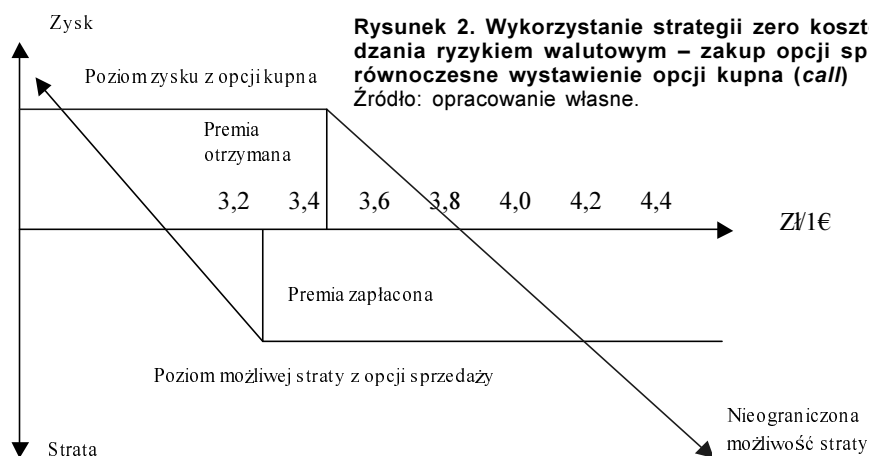
**Rysunek 1. Wykorzystanie strategii i zakupu opcji sprzedaży do zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym**  
Źródło: opracowanie własne.

Przyjmując tą strategię eksporter poniósł koszt zakupu opcji (premia), którego wielkość zależy od tzw. wartości czasowej opcji, czyli wartości zależnej od oczekiwań rynkowych co do kursu określonych na opcji walut w terminie zapadalności opcji. Ponieważ jednak bieżący kurs zł/euro, znacząco przekroczył cenę wykonania opcji (3,3 zł za 1 euro) w kierunku korzystnym dla eksportera, opcja stała się nieprzydatna i eksporter zrezygnował z jej wykonania (rys 1.). Transakcję wymiany euro na złoty dokonał na rynku po bieżących cenach które wynosiły 4,6 zł za 1 euro. Osiągnął w ten sposób założoną kwotę 3,2 mln zł oraz z tytułu różnic kursowych dodatkowo 1,4 mln zł pomniejszone o cenę zakupu opcji, których nie zrealizował. W tej strategii i w sytuacji osłabiania się kursu złotego na rynku, strata eksportera ograniczała się jedynie do wartości zakupionych opcji. Strata ta została jednak zrekompensowana zrealizowaną różnicą kursową.

### Strategia „zerokosztowa”

Strategia „zerokosztowa”, w której eksporter zabezpieczając transakcję przed umocnieniem waluty polskiej kupuje opcje sprzedaży (*put*), ale ich cenę (premię), rekompensuje wystawiając jednocześnie opcje kupna (*call*), które to opcje kupuje bank. Jest to rozwiązanie pozwalające nie płacić premii za zakupione opcje sprzedaży, ponieważ koszt ten jest rekompensowany przez zysk ze sprzedaży opcji kupna (*call*) bankowi. W konsekwencji zastosowanie takiej strategii zabezpieczenia – w momencie jej uruchomienia – inwestor nie ponosił żadnych kosztów, a to skutecznie zachęcało wiele firm do jej przyjęcia.

Dodatkową stosowaną przez banki zachętą dla inwestorów było to, że kurs złotego określony na opcji sprzedaży przyjmowano możliwie najkorzystniej dla przedsiębiorstw (3,3 zł za 1 euro), natomiast kurs określony na opcji kupna był nieco mniej korzystny dla banku (3,5 zł za 1 euro) (rys. 2). Rozwiązanie takie pozornie korzystne dla przedsiębiorstw, jednak w konsekwencji bardziej eksponowało je na ryzyko.



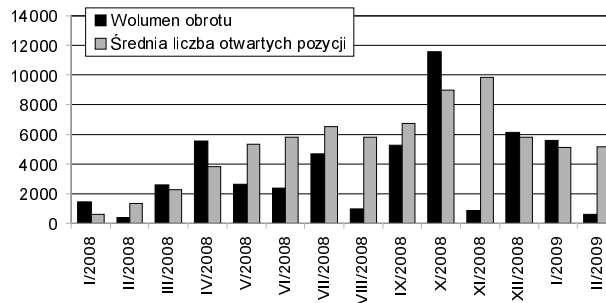
Ryzyko to wynikało z faktu, że wystawca opcji w przypadku niekorzystnego układu cen narażony jest na nieograniczone możliwości straty. Dodatkowo wystawiane przez przedsiębiorców opcje kupna w okresie, gdy dominował trend wzrostowy wartości złotego posiadały niską tzw. wartość czasową. W konsekwencji ceny tych opcji (premie) były znacznie niższe niż ceny (premie) opcji sprzedaży. Aby zatem zrównoważyć koszty zakupu opcji sprzedaży przedsiębiorstwa musiały wystawić do sprzedaży większą liczbę opcji kupna na ogólną kwotę znacznie przewyższającą wartość zabezpieczanej należności z tytułu np. eksportu mięsa.

Zaznaczyć jednak należy, że wszystkie te działania podejmowano w atmosferze optymizmu i umacniania się złotego na rynku, a także wiary, że ten stan potrwa jeszcze długo. Sytuacja ta była źródłem przekonania o niezawodności dokonywanej operacji. W rezultacie zastosowania tej strategii przedsiębiorca podobnie jak w poprzednim przypadku zrealizował transakcję osiągając założoną kwotę 3,2 mln zł oraz przychód finansowy 1,4 mln zł, wynikający z korzystnej różnicy kursowej na rynku. Wynik ten pomniejszony został jednak o koszt zakupu opcji sprzedaży (premie), których przedsiębiorca nie wykorzystał. Dodatkową konsekwencją wynikającą z wystawienia opcji kupna (call) było zobowiązanie do dostarczenia do banku waluty – euro na ogólną sumę wynikającą z ilości wystawionych opcji kupna, po kursie określonym na opcji kupna – 3,5 zł za 1 euro, czyli ze stratą przedsiębiorcy 1,1 zł za 1 euro. Przyczyną dalszego pogłębienia straty była konieczność realizacji zobowiązania z ilości opcji kupna opiewających na sumę, która w niektórych firmach znacząco przekraczała kwotę niezbędną do zabezpieczenia wspomnianej transakcji, np. zakupu mięsa.

W praktyce obrotu opcjami walutowymi niektórych banków nie wymagano też od inwestorów wpłaty depozytu zabezpieczającego, lub też kredytowano jego wpłatę. Czyniło to inwestycję w opcje oferowane przez banki bardziej atrakcyjnymi dla przedsiębiorstw z punktu widzenia zaangażowania środków finansowych. Powodowało to jednak uśpienie czujności inwestorów na zmieniającą się sytuację rynkową, a tym samym narażało w wielu przypadkach na znaczące straty.

Depozyt zabezpieczający jest bowiem podstawowym czynnikiem decydującym o bezpieczeństwie kontraktu opcyjnego dla stron transakcji. W przypadku giełdowego obrotu instrumentami pochodnymi, a w tym również opcjami walutowymi wymagana jest od inwestorów wpłata do Izby Rozliczeniowej depozytu zabezpieczającego wykorzystywanego do pokrycia ewentualnych strat wynikających ze zmienności rynkowej, np. kursu walutowego. Depozyt taki jest bezwzględnie konieczny, a w przypadku jego braku na wymaganym poziomie inwestor jest wzywany do natychmiastowego uzupełnienia. Niepodporządkowanie się wezwaniu i nieuzupełnienie depozytu skutkuje automatycznym zamknięciem pozycji inwestora na rynku, co skutecznie ogranicza niebezpieczeństwo generowania dalszych strat.

Jedynym w Polsce przykładem giełdowego rynku opcji walutowych działającego zgodnie ze standardami światowymi jest rynek Warszawskiej Giełdy Towarowej S.A. Wymagany jest tam depozyt zabezpieczający, którego wielkość zmienia się w czasie i jest uzależniona od zmienności rynkowych cen instrumentu bazowego. W 2008 roku średnia liczba otwartych pozycji na tym rynku wahała się w granicach 5000 pozycji, jedynie w okresie października i listopada tego roku zwiększyła się do ponad 9000 pozycji (rys. 3).



**Rysunek 3. Wolumen obrotów i liczba otwartych pozycji na rynku opcji walutowych Warszawskiej Giełdy Towarowej**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych WGT SA.

Utrzymujący się na WGT SA stały poziom liczby otwartych pozycji również w miesiącach po załamaniu się kursu złotego wskazuje, że wykorzystanie tego instrumentu w sposób świadomy, zgodnie ze sztuką i ogólnie przyjętymi zasadami obrotu giełdowego stanowi ważne narzędzie w strategii zarządzania ryzykiem kursowym w wielu firmach.

### Wnioski

1. W warunkach postępującego procesu globalizacji w agrobiznesie oraz wzrostu zmienności cen na rynku, powstaje potrzeba podjęcia działań w zakresie zarządzania różnymi rodzajami ryzyk, w tym również ryzyka zmiany kursu walutowego.
2. Wykorzystanie opcji do zabezpieczenia kursu walutowego na rynku jest powszechną i efektywną strategią zarządzania ryzykiem, jednak jej stosowanie wymaga fachowej wiedzy i praktycznego przygotowania inwestorów.
3. Podejmowanie przez przedsiębiorstwa działań spekulacyjnych na rynku opcji przez stosowanie np. strategii „zerokosztowej” wiąże się z przyjęciem dużej ekspozycji na ryzyko, a jednocześnie niebezpieczeństwem strat. Sytuacja ta w połączeniu z brakiem przygotowania teoretycznego w tym zakresie była bezpośrednią przyczyną znaczących strat w wielu przedsiębiorstwach.

### Literatura

Mielus P. 2009: Nie takie opcje straszne jak je malują. *Rzeczpospolita*, 14 stycznia, s. B15.

### Summary

*The paper aims to present the problem of using options on financial futures as tools for currency exchange risk management in agribusiness companies. It also indicates different strategies of risk management possible to apply in company activity. The concluding statement argues that mostly option on financial futures is effective strategy of exchange rate risk management. The reason of companies lost was using these instruments for speculation without necessity knowledge about it.*

### Adres do korespondencji:

dr hab. Michał A. Jerzak, prof. UP  
 Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu  
 Wydział Ekonomiczno-Społeczny  
 ul. Wojska Polskiego 28  
 60-637 Poznań  
 tel. (0 61) 846 60  
 e-mail: jerzak@up.poznan.pl