

Miscellanea

MICHAŁ A. JERZAK
Uniwersytet Przyrodniczy
Poznań

INSTRUMENTY POCHODNE JAKO NARZĘDZIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM KURSOWYM W PODMIOTACH AGROBIZNESU

Wstęp

Rynkowe uwarunkowania oraz zwiększająca się konkurencja w agrobiznesie wynika zarówno z nieskrępowanej wymiany towarowej w ramach Unii Europejskiej, jak i z coraz bardziej odczuwanych procesów globalizacyjnych w gospodarce. Stawia to również polskie podmioty agrobiznesu wobec konieczności utrzymania konkurencyjności na polskim rynku i na rynkach wielu krajów posługujących się różną walutą. Wymaga to ciągłego podnoszenia jakości produkcji oraz optymalizowania kosztów. Coraz większego znaczenia nabiera też problem zarządzania różnymi kategoriami ryzyka, a w tym także ryzyka wynikającego ze zmiany kursu waluty polskiej wobec innych walut. Sytuacja ta zmusza przedsiębiorstwa, a także wysokotowarowe gospodarstwa rolne do korzystania z pomijanych dotychczas instrumentów rynku finansowego. Znakomita bowiem większość podmiotów agrobiznesu, a w tym gospodarstwa rolne, korzystały dotąd jedynie z detalicznego rynku pieniężnego w celu otwarcia konta w banku, pozyskiwania kredytów na działalność bieżącą lub inwestycje, czy też lokowania nadwyżek finansowych na lokatach bankowych. Obserwowany obecnie rosnący wpływ rynku światowego na ceny produktów na krajowym rynku sprawia, że kurs waluty polskiej wobec innych walut, a przede wszystkim wobec Euro, staje się istotnym elementem kalkulacji opłacalności produkcji oraz jej stabilności. Pojawia się więc coraz większe zainteresowanie przedsiębiorców instrumentami pozwalającymi ustrzec się strat z tytułu wystąpienia ryzyka niekorzystnej zmiany relacji kursów walut. Coraz częściej zatem podmioty, również z agrobiznesu, korzystają w tym celu z rynku instrumentów pochodnych. W pierwszej kolejności dotyczy to tych podmiotów, które dokonują zakupów lub sprzedają swoje produkty na rynkach zagranicznych i realizują rozliczenia w walucie obcej (walucie, którą mu-

szą wymienić na złotówki po aktualnym kursie w kraju, by realizować statutowe zadania firmy). Problem ten nie omija również gospodarstw rolnych, a zwłaszcza tej ich części, dla której dopłaty bezpośrednio z funduszy UE stanowią ważną pozycję w przychodach finansowych.

Dostępnymi obecnie w Polsce instrumentami zarządzania ryzykiem są, między innymi, kontrakty terminowe i opcje walutowe oferowane zarówno na Giełdzie Papierów Wartościowych, jak i na Warszawskiej Giełdzie Towarowej S.A. Istnieją też pozagiełdowe strategie zarządzania ryzykiem kursowym, np. w postaci oferowanych przez niektóre banki kontraktów *forward*, czy też opcji. Wiele przedsiębiorstw w kraju, także z agrobiznesu, korzystało na przełomie lat 2008-2009 z opartej na pozagiełdowych opcjach walutowych strategii zarządzania ryzykiem. To dzięki nim właśnie instrument ten w tym czasie został okrzyknięty jako „opcje toksyczne”.

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie wpływu zmian kursu euro na poziom wypłacanych rolnikom dopłat bezpośrednich oraz przeprowadzenie studium możliwości funkcjonowania i wykorzystania walutowych kontraktów terminowych i opcji do zarządzania ryzykiem kursowym w polskim agrobiznesie. W dalszej części opracowania podjęto też próbę zidentyfikowania przyczyn, które w wyniku zastosowania strategii zarządzania ryzykiem przy wykorzystaniu pozagiełdowych opcji walutowych doprowadziły do problemów finansowych w firmach agrobiznesu i innych działów polskiej gospodarki.

Ryzyko kursowe a poziom dopłat bezpośrednich w rolnictwie

Ryzyko kursowe, czyli ryzyko niekorzystnej dla inwestora zmiany kursu walutowego występuje w gospodarstwach rolnych głównie w formie pośredniej, wyrażającej się zmianami cen środków do produkcji i cen towarów na rynku. Bezpośrednio ryzyko to dotyczy rolników jedynie przy okazji dopłat bezpośrednich z funduszy Unii Europejskiej. W okresie od 2004 do 2008 roku w ramach mechanizmu dopłat bezpośrednich trafiło do rolników prawie 38 mld zł. Przeliczając to na liczbę 1,4 mln gospodarstw zarejestrowanych w Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa, statystyczne gospodarstwo rolne otrzymało 27 tys. zł. Ponieważ jednak dopłaty te nie rozkładają się równomiernie na gospodarstwa, ale na liczbę posiadanych hektarów gruntu, to z racji istniejącej struktury własnościowej użytków rolnych w Polsce 70% dopłat trafiło do 20% największych gospodarstw. Kwoty te stanowią ponad połowę ich dochodów rolniczych [2]. Rola dopłat w budżecie gospodarstwa jest zatem bardzo znacząca.

Ostateczna wielkość otrzymywanych przez rolników dopłat bezpośrednich przeliczona na jeden hektar użytków rolnych uzależniona jest od kursu euro:złoty, ustalanego przez Europejski Bank Centralny 30 września każdego roku. Kurs ten co roku jest inny: np. w 2007 roku wynosił 3,77 zł/euro, w 2008 roku obniżył się do poziomu 3,39 zł/euro, a w roku 2009 uzyskał najwyższą wartość, bo aż 4,22 zł/euro (tab. 1). Występują też różnice w poziomie kursu tych walut pomiędzy datą jego ustalenia a datą rozpoczęcia wypłat dla rolników, czyli 1 grudnia (tab. 1). W latach 2005-2007 kurs notowany 30 września był dla rolników korzystniejszy w sto-

sunku do kursu z dnia rozpoczęcia wypłaty, ponieważ złotówka w ostatniej dekadzie tych lat nieco się osłabiała. W roku 2008 natomiast rolnicy alternatywnie „stracili” 0,45 gr/1 euro, ze względu na znaczące umocnienie się waluty polskiej do poziomu 3,84zł/euro (tab. 1). Ryzyko kursowe walut, wyrażające się ich zmiennością, przyczynia się zatem do destabilizacji sytuacji finansowej gospodarstw.

Tabela 1

Jednolita płatność obszarowa w zależności od kursu euro

Rok	Poziom dopłaty w euro/ha	Kurs euro z dnia:		Jednolita płatność obszarowa zł/ha według kursu z dnia:		Średni kurs euro	
		30.09	01.12	30.09	01.12	I półrocze	roczny
2005	57,5	3,92	3,91	225,0	224,8	4,08	4,02
2006	69,6	3,97	3,81	276,3	265,2	3,89	3,90
2007	79,8	3,77	3,62	301,5	288,8	3,84	3,78
2008	99,8	3,39	3,84	339,3	383,2	3,49	3,51
2009	119,8	4,22	-	507,0	-	4,46	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ARiMR, EBC.

Podstawowym instrumentem rynku finansowego, pozwalającym zarządzać tego rodzaju ryzykiem, jest kontrakt terminowy przyszłościowy. Jest to legalna i w sposób wolny zawiązana umowa na rynku giełdowym pomiędzy kupującym i sprzedającym, zobowiązująca do dostarczenia lub przyjęcia dostawy określonego instrumentu bazowego (towaru lub w tym wypadku waluty), po określonej cenie i w określonym terminie w przyszłości. Istotą tych transakcji jest uzgodnienie w drodze licytacji ceny przedmiotu kontraktu w określonym momencie wyjściowym i zobowiązanie do dostawy lub odbioru przedmiotu tego kontraktu w ustalonym terminie w przeszłości.

W gospodarce kontrakty terminowe (*futures*) wykorzystywane są głównie jako instrumenty zarządzania ryzykiem cenowym również na rynkach: walutowym i towarowym. W obrocie giełdowym kontrakty terminowe są instrumentami bardzo popularnymi, o czym decyduje ich wysoka efektywność w zakresie redukcji ryzyka kursowego, a także bezpieczeństwo obrotu zapewniane przez mechanizm izby rozliczeniowej oraz niski koszt zabezpieczenia możliwy do osiągnięcia, między innymi dzięki zwykle dużej skali obrotów. Proces zabezpieczenia ceny przy wykorzystaniu giełdowych kontraktów terminowych ma charakter dwuetapowy: w pierwszym etapie inwestor otwiera pozycję na giełdzie, czyli kupuje lub sprzedaje kontrakty w zależności od prowadzonej strategii zabezpieczania. Drugi etap ma miejsce wówczas, gdy na rynku gotówkowym realizowana jest już dostawa towaru lub waluty, która była przedmiotem zabezpieczenia, i dalsze zabezpieczenie nie jest już potrzebne. Inwestor zamyka wówczas swoją pozycję na giełdzie, czyli sprzedaje posiadane kontrakty w przypadku, gdy w pierwszym etapie dokonał

zakupu, lub też odkupuje kontrakty w sytuacji, gdy w pierwszym etapie dokonał ich sprzedaży. Zamknięcie pozycji przed terminem realizacji pozwala uniknąć fizycznej dostawy instrumentu bazowego z kontraktu terminowego. W działaniach powyższych wykorzystuje się starą zasadę handlową: kupić taniej, sprzedać drożej; lub też sprzedać drogo, odkupić tanio. Funkcjonująca na tym rynku izba rozliczeniowa, dzięki gromadzonemu tam obowiązkowym depozytom zabezpieczającym, gwarantuje wypłacalność stron kontraktu i zawsze jest „trzecią stroną” każdego kontraktu zawartego na rynku terminowym.

Rolnik pobierający dopłaty bezpośrednio z funduszy UE jest w podobnej pozycji na rynku jak eksporter oczekujący zapłaty w euro, który otrzymaną walutę będzie musiał wymienić na PLN, by móc prowadzić określoną działalność gospodarczą. Jego celem jest zabezpieczenie jak najkorzystniejszego kursu tej wymiany. Zatem w interesie rolnika jest ubezpieczenie kwoty należnej dopłaty od spadku kursu euro względem złotego. I w tym właśnie celu wykorzystuje on możliwości, jakie daje walutowy rynek terminowy. Trzeba w tym miejscu podkreślić, że zabezpieczenie kursu euro na rynku terminowym będzie racjonalne dla rolnika przede wszystkim w sytuacji, gdy suma jednolitej płatności obszarowej oraz płatności uzupełniających wynosi minimum 10 000 euro lub wielokrotność tej kwoty. W giełdowym obrocie na WGT S.A. bowiem najmniejszy pojedynczy kontrakt walutowy posiada wartość nominalną 10 000 euro. Uzyskanie takiej kwoty dopłaty związane jest z posiadaniem ok. 50 ha użytków rolnych. Jest to zatem minimalna powierzchnia, dla której rynek terminowy staje się efektywnym narzędziem zabezpieczania poziomu dopłat bezpośrednich.

Dla pełnego zobrazowania strategii zarządzania ryzykiem przy wykorzystaniu instrumentów rynku terminowego, dokonano analizy efektów ekonomicznych takiego działania na krajowym rynku instrumentów pochodnych. Analizę przeprowadzono na przykładzie sytuacji na rynku walutowym, jaka miała miejsce w roku 2009 w Polsce. Należy również zaznaczyć, że w badanym roku, obok dużej zmienności na rynku walut, panowało wśród uczestników rynku przekonanie o możliwości umacniania się kursu złotówki wobec euro. Stwarzało to dogodne warunki do podjęcia decyzji o zabezpieczeniu wysokości kwoty dopłat bezpośrednich w giełdowych kontraktach terminowych. W dniu 18 lutego 2009 r. na rynku gotówkowym kurs euro wynosił 4,68 zł. Przy tym kursie rolnik posiadający 50 ha otrzymałby dopłatę bezpośrednią w wysokości ok. 46 800 zł. Notowane w tym samym dniu na rynku terminowym Warszawskiej Giełdy Towarowej ceny tej waluty na grudzień 2009 r. wynosiły 4,71 zł. Grudniowy termin realizacji kontraktu terminowego jest najbliższy po 30 września (dzień ustalenia kursu wymiany euro/zł dla dopłat bezpośrednich), a więc producent musiałby zdecydować się na te właśnie kontrakty. Załóżmy zatem, że 18 lutego 2009 r. rolnik sprzedał jeden kontrakt terminowy z grudniowym terminem realizacji, którego bieżący kurs notowany był na poziomie 4,71 zł/euro, zabezpieczając jednocześnie kurs wymiany. Po sześciu miesiącach, 30 września Europejski Bank Centralny ogłosił kurs przeliczeniowy dla dopłat bezpośrednich na poziomie 4,22 zł/euro. Giełdowe notowanie kursu zł/euro na grudzień w tym dniu kształtowało się już na pozio-

mie 4,26zł/euro. Ponieważ dalsze zabezpieczenie kursu nie było już rolnikowi potrzebne, sfinalizował on swoją transakcję na giełdzie. Zamknął posiadaną otwartą pozycję poprzez odkupienie sprzedanego 18 lutego kontraktu po aktualnym w dniu zamknięcia kursie 4,26 zł/euro. W wyniku tej transakcji producent osiągnął zysk równy 4 500 zł. Wynika to z następującego rachunku:

$$10\ 000\ \text{euro} \times (4,71\ \text{zł/euro} - 4,26\ \text{zł/euro}) = 4\ 500\ \text{zł}$$

W grudniu 2009 roku producent otrzymał od ARiMR dopłatę bezpośrednią do powierzchni 50 ha użytków rolnych w wysokości ogółem 42 200 PLN. Dodatkowo do tej kwoty należy doliczyć zysk z rynku terminowego:

$$42\ 200\ \text{zł} + 4\ 500\ \text{zł} = 46\ 700\ \text{zł}$$

Efektywna kwota dopłat bezpośrednich dla gospodarstwa o powierzchni 50 ha wynosiła zatem 46 700 zł, natomiast gdyby producent nie skorzystał z możliwości zabezpieczenia, uzyskałby kwotę dopłat bezpośrednich o 10,6% niższą.

Generalnie można stwierdzić, że racjonalne gospodarowanie finansami w gospodarstwach rolnych (zwłaszcza o powierzchni większej niż 50 ha) obejmować powinno również zarządzanie ryzykiem kursowym, które uchroni budżet gospodarstwa przed obniżoną kwotą dopłat bezpośrednich, wynikającą z niekorzystnego kursu euro w stosunku do złotego.

Opcje jako strategia zarządzania ryzykiem kursowym w agrobiznesie

Innym, często wykorzystywanym instrumentem rynku finansowego służącym do zarządzania ryzykiem cenowym, są kontrakty opcyjne, znane na rynku towarowym od prawie stu lat. Pierwszy raz próbowano je wykorzystać w towarowym obrocie giełdowym w latach dwudziestych XX stulecia, jednak bez szczególnego sukcesu. Dynamiczny rozwój tych instrumentów, szczególnie na rynkach finansowych, nastąpił w latach siedemdziesiątych XX wieku, co związane było między innymi z wprowadzeniem wymienialności walut oraz 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 określonym terminie przyszłym 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 przedsiębiorstwa 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 zaakcepto-

wać. Nierówność polega na tym, że wystawiający opcję posiada 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 jedną z tych opcji, 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 zabezpieczenia 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 oraz doświadczenia w tym zakresie.

Ekonomiczna efektywność wielu przedsiębiorstw agrobiznesu w dużej mierze uzależniona jest od możliwości wymiany handlowej z zagranicą. Dotyczy to, między innymi, branży mięsnej i zbożowej. Umowy zawierane z partnerami z UE na dostawy np. mięsa uwzględniają zarówno odroczoną 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 wypadku wzmocnienia złotego), może ponieść stratę finansową wynikającą z różnicy kursowej. Jest to istotne zwłaszcza w warunkach 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 często wykorzystywanych przez przedsiębiorców i dostępnych na rynku polskim instrumentów zarządzania ryzykiem niekorzystnej zmiany kursów walut 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 finansowych 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. Przyjmujemy, że w lipcu 2008 roku za 1 euro trzeba było zapłacić 3,20 zł, a zatem planowany przy tym kursie przychód inwestora wynosi 3,2 mln zł. Kwota ta pokrywała założone koszty działalności podstawowej i obejmowała określony zysk z przedsięwzięcia.

Chcąc świadomie zarządzać ryzykiem kursowym, przedsiębiorca rozważał przyjęcie jednej z trzech poniżej przedstawionych strategii:

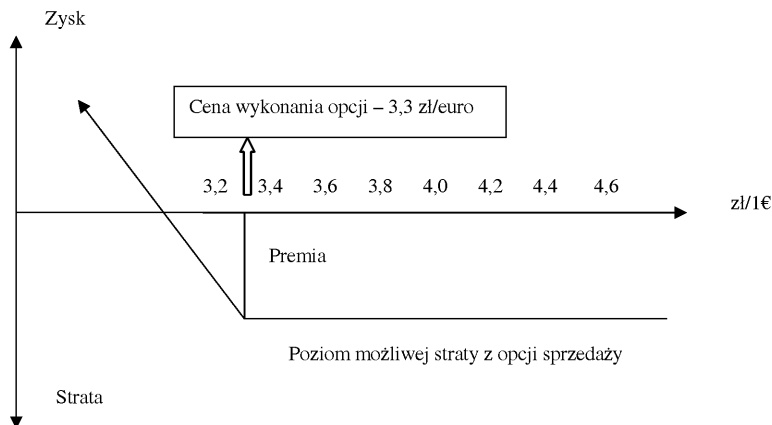
1. Przyjęcie ryzyka i pokrycie ewentualnych strat wynikających z wystąpienia sytuacji ryzykownych.

Jest to strategia niekorzystania z instrumentów zarządzania ryzykiem i ponoszenia z tego tytułu wszystkich finansowych konsekwencji. W tej konkretnej sytuacji strategia ta okazałaby się 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 4,68 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.

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

Jest to klasyczna strategia stosowana przez wiele firm. Należy zaznaczyć, że w przypadku tej konkretnej sytuacji, w momencie zawierania kontraktu opcyjnego panowała na rynku powszechna opinia o trwałości kursu złotego, bądź też ewentualnym dalszym jego umacnianiu. Nieliczne były głosy, że w czasie ogólnoświatowej zwiększającej się awersji do ryzyka mocny złoty to stan bardzo chwiejnej równowagi [1]. Eksporter ani nawet bank nie przewidywali zatem sytuacji, jaka wystąpiła na rynku walutowym parę miesięcy później. W przekonaniu więc 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 tę przedstawia rys. 1.



Rys. 1. Wykorzystanie strategii i zakupu opcji sprzedaży do zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym
Źródło: Opracowanie własne.

Przyjmując taką strategię, eksporter poniósł koszt zakupu opcji (premii), 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.

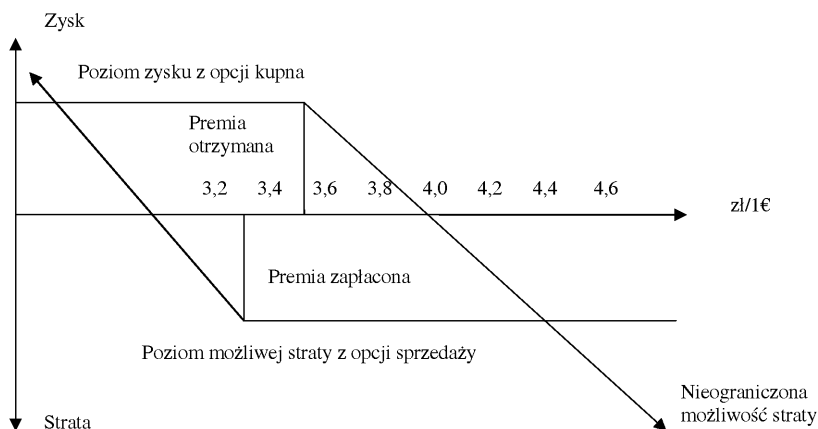
Ponieważ jednak bieżący kurs zł: euro znacząco przekroczył cenę wykonania opcji (3,30 zł/euro) z korzyścią dla eksportera, opcja stała się nieprzydatna i eksporter zrezygnował z jej wykonania (rys. 1). Wymiany euro na złoty dokonał na rynku po bieżących cenach, które wynosiły 4,60 zł/1euro. Osiągnął 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.

3. Strategia „zero kosztowa”, 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 płać premii za zakupione opcje sprzedaży, ponieważ koszt ten jest rekompensowany przez zysk ze sprzedaży opcji kupna (*call*) bankowi. W konsekwencji zastosowania 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 (3,30 zł za 1 euro), natomiast kurs określony na opcji kupna był nieco mniej korzystny dla banku (3,50 zł/1euro) (rys. 2). Rozwiązanie takie było pozornie opłacalne i korzystne dla przedsiębiorstw, jednak w konsekwencji bardziej ekspozycja na ryzyko.



Rys. 2. Wykorzystanie strategii zero kosztowej do zarządzania ryzykiem walutowym – zakup opcji sprzedaży (*put*) i równoczesne wystawienie opcji kupna (*call*)

Źródło: Opracowanie własne.

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 przekonaniu o niezawodności dokonywanej operacji w sytuacji umacniania się złotego na rynku i wiary w utrwalanie tego stanu jeszcze długo. 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 – 3,50 zł/1 euro, czyli ze stratą przedsiębiorcy 1,10zł/1 euro. Stratę tę pogłębiała 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.

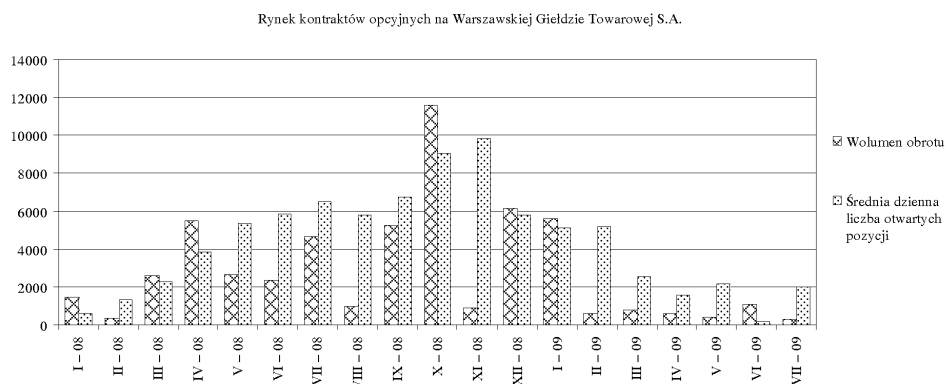
W praktyce obrotu opcjami walutowymi niektórych banków nie wymagano też od inwestorów depozytu zabezpieczającego, bowiem kredytowano jego wpłatę. Czyniło to inwestycje w opcje oferowane przez banki bardziej atrakcyjnymi dla przedsiębiorstw pod kątem zaangażowania środków finansowych, powodowało jednak uspienie czujności inwestorów na zmieniającą się sytuację rynkową, a tym samym narażało w wielu przypadkach na znaczące straty.

Depozyt zabezpieczający jest 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. Nie podporządkowanie się wezwaniu i nie uzupełnienie 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 zmie-

nia 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).

Utrzymujący się na WGT S.A. poziom liczby otwartych pozycji (ok. 2000) również w miesiącach po załamaniu się kursu złotego i w I półroczu 2009 roku 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.



Rys. 3. Wolumen obrotów i liczba otwartych pozycji na rynku opcji walutowych Warszawskiej Giełdy Towarowej w okresie od 01.2008 r. do 07.2009 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych WGT S.A.

Dobrze zatem dobrane walutowe instrumenty pochodne mogą wydatnie pomóc firmie zarządzać ryzykiem kursowym, nie stwarzając zbędnego zagrożenia. Spekulacja na tym rynku prowadzona przez firmy produkcyjne handlowe czy usługowe, nie będące profesjonalistami w tej mierze, okazała się natomiast wątpliwym sposobem na polepszenie wyników finansowych.

Wnioski

1. W warunkach postępującego procesu globalizacji w agrobiznesie oraz wzroście zmienności cen na rynku, powstaje potrzeba podjęcia działań w zakresie zarządzania różnymi rodzajami ryzyka, w tym również ryzyka zmiany kursu walutowego.
2. Zarządzanie ryzykiem kursowym w gospodarstwach rolnych dotyczy otrzymywanych dopłat bezpośrednich. Przy wykorzystaniu w tym celu rynku terminowego producent rolny może uchronić budżet gospodarstwa przed obniżoną kwotą tych dopłat, wynikającą z niekorzystnego kursu euro w stosunku do złotego.

3. Wykorzystanie opcji do zabezpieczenia kursu walutowego na rynku jest powszechną i efektywną strategią zarządzania ryzykiem, jednak stosowanie jej wymaga fachowej wiedzy i praktycznego przygotowania inwestorów.
4. Podejmowanie przez przedsiębiorstwa działań spekulacyjnych na rynku opcji poprzez stosowanie np. strategii „zero kosztowej” 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:

1. Mielus P.: Nie takie opcje straszne jak je malują. Rzeczpospolita. 14 stycznia 2009.
2. Poślednik A.: Wpływ kursu euro na wysokość płatności bezpośrednich. FAPA, 2009.