

# Szansa na zysk

Zarabiać można niemal na wszystkim. Także na spekulacjach na cenach towarów lub kursach instrumentów pochodnych na nie. A choć gra na giełdzie towarowej jest ryzykowna, to ryzyko można ograniczyć.

JAN MAZUREK

Na nowoczesnych giełdach towarowych obraca się nie tylko towarami, lecz także instrumentami pochodnymi na nie. Należą do nich przede wszystkim kontrakty terminowe futures, opcje towarowe, opcje na kontrakty terminowe oraz swapy. Przy czym wszyscy mają ten sam cel – osiągnięcie zysku na różnicach cen kupna i sprzedaży. Kontrakt terminowy futures jest umową między dwiema stronami – kupującym i sprzedającym – dotyczącą kupna lub sprzedaży określonych aktywów w określonym czasie w przyszłości, po określonej cenie. Zajęcie pozycji długiej oznacza kupno kontraktu, pozycji krótkiej – sprzedaż kontraktu. Aktywami mogą być różne towary: surowce (ropa, gaz), metale (złoto, platyna, srebro, pallad, miedź), waluty, energia, płody rolne (soja, pszenica, kawa, mleko, mięso), miary ekonomiczne (stopy procentowe, indeksy giełdowe itp.).

## CZY TO TAKIE PROSTE?

Najprostszym sposobem zarabiania na giełdzie towarowej jest spekulacja na cenach towarów lub instrumentów pochodnych na te towary. Chodzi o właściwe wykorzystanie różnicy cen kupna i sprzedaży. Wyjaśnijmy to na przykładzie transakcji kupna, a następnie sprzedaży kontraktu terminowego na pięcioletnie obligacje Skarbu Państwa FPS5Z5, o nominalie 100 000 zł, który jest notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA:

- kurs zajęcia w dniu 8.11.2005 r. długiej pozycji w kontrakcie: 101,78 proc.,
- kurs zamknięcia w dniu 1.12.2005 r. otwartej pozycji w kontrakcie: 102,7 proc.
- zysk na pozycji długiej:  $+ 0,92 \text{ proc.} \times 100.000 = + 920 \text{ zł}$ ,
- strata na pozycji krótkiej:  $- 0,92 \text{ proc.} \times 100.000 = - 920 \text{ zł}$ .

Właściwe przewidzenie kursu kontraktu, w tym przypadku zajęcie długiej pozycji w kontrakcie terminowym, pozwoliło inwestorowi na osiągnięcie zysku. Jeśli wniósł on 2500 zł depozytu zabezpieczającego, to w tym kontrakcie osiągnął 36,8 proc. zwrotu z pozycji długiej. Jednocześnie inny inwestor, który zajął krótką pozycję, poniósł stratę równą nominalnie zyskom zajmującego pozycję długą. Jak widać, spekulacja na kontraktach terminowych jest wysoce ryzykowna, co wynika z efektu dźwigni finansowej.

## WYRAFINOWANA SPEKULACJA

Wadą przedstawionej wyżej transakcji spekulacyjnej była pełna ekspozycja pozycji w kontrakcie na ryzyko. Inwestorom niechętnym niepewności polecałbym strategię bezpieczniejszą, lecz i mniej zyskową. Polegają one na jednoczesnym zajęciu przeciwstawnych pozycji w transakcjach spekulacyjnych (czyli długiej i krótkiej). Określane są one mianem spreadów i mogą mieć następujące konstrukcje:

- przeciwstawne pozycje w kontraktach terminowych na ten sam towar, lecz na różne miesiące wygasania (spread wewnątrztowarowy inaczej kalendarzowy, ang. *intra-commodity spread*),
- przeciwstawne pozycje w kontraktach terminowych na różne towary, których ceny są dobrze skorelowane, o tym samym terminie wygasania (spread międzytowarowy, ang. *inter-commodity spread*),
- przeciwstawne pozycje w kontraktach terminowych na różne towary i różne miesiące wygasania.

Spread międzytowarowy może być utworzony także przez zajęcie odwrotnych pozycji w kontraktach notowanych na różnych giełdach. Wówczas mamy do czynienia ze spreadem międzyrynkowym (ang. *intermarket spread*).

Zyskiem ze strategii spreadowych jest dodatnia różnica między przychodem z jednej pozycji oraz stratą z drugiej. Efektywność takiej strategii zależy od kierunku zmian kursów kontraktów objętych spreadem oraz ich korelacji. Przykładowo – w przypadku spreadu wewnątrztowarowego inwestor przewidujący większy wzrost kursu kontraktu ma miesiąc X niż na miesiąc Y zajmie długą pozycję w kontrakcie na miesiąc X oraz krótką pozycję na miesiąc Y. Zaletą strategii spreadowych jest znaczna redukcja ryzyka, a także mniejsze depozyty wymagane przez izby rozrachunkowe.

Interesującą strategią inwestycyjną może być konstruowanie spreadów z wykorzystaniem kontraktów na pogodę. Ten czynnik, na



pierwszy rzut oka nieprzystający do rynku finansowego, jest niezwykle istotny dla funkcjonowania gospodarki, gdyż wywiera znaczący wpływ na różne jej dziedziny – m.in. wielkość plonów rolnych, obroty firm turystycznych, ubezpieczeniowych czy budowlanych. Szacuje się, że ok. 20 proc. amerykańskiej gospodarki jest bezpośrednio uzależnionych od kaprysów pogody. Można zatem konstruować złożone strategie inwestycyjne z udziałem instrumentów pochodnych na pogodę oraz np. opiewających na płody rolne lub akcje spółek przedsiębiorstw turystycznych.

## SPREAD MIĘDZYTOWAROWY

Tworzenie strategii typu spread wymaga umiejętności przewidywania zmian wzajemnych relacji cenowych między kontraktami opiewającymi na towary, których ceny są skorelowane. Przykładem takich towarów mogą być produkty ropopochodne, metale szlachetne lub płody rolne. Oto podstawowe wskazówki, jak konstruować spread międzytowarowy.

W przypadku przewidywania:

- wzrostu cen obydwu towarów – należy zająć długą pozycję w kontrakcie na ten towar, którego przewidywana cena będzie wzrastać szybciej, oraz krótką pozycję na ten, którego przewidywana cena będzie wzrastać wolniej,
- spadku cen obydwu towarów – należy zająć długą pozycję w kontrakcie na ten towar, którego przewidywana cena będzie spadać wolniej, oraz krótką pozycję na ten, którego przewidywana cena będzie spadać szybciej,
- wzrostu ceny jednego z towarów i spadku ceny drugiego towaru – należy zająć długą pozycję w kontrakcie na ten towar, którego przewidywana cena będzie wzrastać oraz krótką pozycję na ten, którego przewidywana cena będzie spadać.

Przy doborze par kontraktów terminowych należy dążyć także do tego, aby wartość obydwu „nóg” spreadu była zbliżona. Rozwinięte giełdy oferują gotowe produkty typu spread, co jednak nie zamyka możliwości tworzenia takich strategii samodzielnie.

Rynek terminowy umożliwia zawieranie zyskownych transakcji spekulacyjnych. Prowadzenie prostych spekulacji obarczone jest jednak dużym ryzykiem, ze względu na efekt dźwigni finansowej, jaka występuje w przypadku instrumentów pochodnych. Ryzyko to można obniżyć poprzez zastosowanie transakcji z wykorzystaniem spreadów. Trafne przewidzenie zmian różnicy między poszczególnymi aktywami może przynieść zysk przy ograniczonym ryzyku.

#### SPEKULANT CZY KOWBOJ?

Jest czerwiec. Amerykański inwestor spekulujący na Kansas City Board of Trade przewiduje większy wzrost cen kukurydzy niż pszenicy hard red winter. W związku z tym postanowia kupić kontrakt na kukurydzę i sprzedać kontrakt na pszenicę. Sytuację taką określa się mianem sprzedaży spreadu międzytowarowego. W czerwcu grudniowe kontrakty terminowe na pszenicę były notowane po kursie 3,95 \$/bu (bushel – jednostka objętości stosowana w Stanach Zjednoczonych – 1bu = 35,24 litrów), natomiast grudniowe kontrakty na kukurydzę – po kursie 3,15 \$/bu. Wielkość każdego kontraktu wynosi 5000 bu. W lipcu inwestor zamknął obydwie pozycje po kursach, które wynosiły odpowiednio: kontrakt na pszenicę – 4,05 \$/bu, kontrakt na kukurydzę – 3,42 \$/bu. Analizę przepływów pieniężnych, wynikających z otwarcia i zamknięcia pozycji umieszczamy w tabeli (\$/bu).

#### U NAS – ZA JAKIŚ CZAS

W Polsce istnieje kilkanaście instytucji działających pod nazwą giełdy towarowej. Większość z nich to firmy realizujące trans-

akcje gotówkowe zakończone dostawą towaru. Najbardziej znana to Warszawska Giełda Towarowa SA, założona we współpracy z Chicago Board of Trade w 1995 r. Niestety, brak odpowiedniej liczby aktywnie działających inwestorów uniemożliwia jej osiągnięcie odpowiedniej płynności i tworzenie strategii inwestycyjnych. Płynność jest podstawowym czynnikiem niezbędnym dla prawidłowego i obiektywnego kształtowania cen oraz zapobiegania manipulacjom giełdowym. Dziś zdecydowana ilość obrotów na WGT SA odbywa się na rynku towarowym.

Szansę rozwoju posiada segment rynku instrumentów pochodnych na waluty. Stanowiłby on alternatywę dla oferty banków. Przy odpowiedniej płynności giełda byłaby miejscem zawierania różnego rodzaju transakcji oraz konstrukcji strategii inwestycyjnych. Odmianą korzyść mogłyby odnieść podmioty zarządzające ryzykiem finansowym, zwłaszcza walutowym oraz procentowym.

Pewną możliwość inwestowania w instrumenty pochodne stwarza Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Handluje się tam instrumentami pochodnymi

#### POZYCJA W KONTRAKCIE

Pozycja w kontrakcie	Kurs kontraktu na pszenicę	Kurs kontraktu na kukurydzę	Spread
<b>Czerwiec – otwarcie pozycji</b>			
Sprzedaż kontraktu	3,95		0,80
Kupno kontraktu		3,15	(sprzedaż spreadu)
<b>Lipiec – zamknięcie pozycji</b>			
Kupno kontraktu	4,05		0,63
Sprzedaż kontraktu		3,42	(kupno spreadu)
Zysk/strata	- 0,10	+ 0,27	+ 0,17
Zysk na kontrakcie 5.000 bu	5.000 x 0,17 = 850 USD		

Źródło: Opracowanie własne; na podstawie materiałów Kansas City Board of Trade

## Tworzenie strategii typu spread wymaga umiejętności przewidywania zmian wzajemnych relacji cenowych między kontraktami opiewającymi na towary, których ceny są skorelowane.

Nasze członkostwo w Unii Europejskiej i związana z tym wspólna polityka rolna ograniczają możliwości rozwoju efektywnego rynku towarów rolnych oraz instrumentów pochodnych na te towary. A jest to warunek niezbędny dla kreowania obiektywnych cen, wynikających z działania sił podaży i popytu. Tymczasem ceny produktów rolnych są gwarantowane.

opartymi na indeksach giełdowych, niektórych akcjach i obligacjach, a także walutach. Zadowolająco funkcjonuje rynek kontraktów terminowych i opcji na indeks WIG20. Natomiast znaczenie Giełdy Energii, na której można zawierać transakcje na kontraktach terminowych na energię, jest marginalne.

Jak zatem widać, aby efektywnie inwestować na giełdzie towarowej, należałoby przenieść się za Ocean, gdzie towarowy obrót giełdowy odbywa się na ogromną skalę. Profesjonalna organizacja, różnorodność giełdowych produktów finansowych dostosowanych dla każdego uczestnika rynku (*small caps*), czyni rynek towarowy w Stanach Zjednoczonych wysoce efektywnym. Transakcje są zawierane w systemie *open outcry* lub elektronicznie. Duże rynki towarowe znajdują się także w Azji, Ameryce Południowej, Europie Zachodniej. Do najbardziej znanych należą: Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago Mercantile Exchange (CME), Chicago Board Options Exchange (CBOE), Kansas City Board of Trade (KCBT), New York Mercantile Exchange (NYMEX), Euronext, London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), London Metal Exchange (LME), Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), Bolsa de Mercadorias & Futuros w Brazylii (BM&F).