



Heeft de agrarische future toekomst?

Auteur(s):

Rijswijk, C.W.J. van, J.M.E. Pennings,
Cindy van Rijswijk is werkzaam bij Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland, Joost Pennings is hoogleraar aan de Wageningen Universiteit en de University of Illinois at Urbana-Champaign in de vs. C.W.J.Rijswijk@n.rabobank.nl

Verschenen in:

ESB, 88e jaargang, nr. 4395, pagina 86, 21 februari 2003

Rubriek:

Trefwoord(en):

Door diverse oorzaken nemen de prijsschommelingen en de mogelijke invloed ervan op het agrarisch bedrijfsinkomen toe. Kunnen termijncontracten hierop een antwoord bieden?

In een esb-artikel uit 1995 werd gesteld dat agrarische termijnmarkten belangrijker zouden worden door het toenemende prijsrisico waaraan agrariërs blootstaan¹. Acht jaar later kan geconstateerd worden dat prijsrisico's in de agrarische sector inderdaad groter zijn geworden maar dat de verwachte opkomst van de agrarische termijnmarkt in Nederland vooralsnog is uitgebleven. In dit artikel wordt ingegaan op mogelijke oorzaken hiervan. Daarnaast wordt nog eens uitgewerkt waarom het agrarisch termijncontract ('future'), zeker binnen de huidige politieke en economische context, een passend prijsrisico-instrument is.

Wat is een agrarische future?

De agrarische productie heeft meer dan andere sectoren te kampen met sterke fluctuaties in prijzen. Dit is het gevolg van de geringe prijselasticiteit van vraag en aanbod en de sterke invloed van natuurlijke omstandigheden (onder andere het weer, natuurrampen, dierziekten) op de prijs. Met behulp van futures kan worden geprofiteerd van prijsbewegingen (speculeren) of kunnen prijsrisico's beperkt worden, het zogenaamde hedgen (zie kader). Kopers en verkopers van futures kunnen hun posities ook eerder opheffen door een tegengestelde transactie. Futures worden, net als contracten op de fysieke markt, afgesloten voor koop en verkoop van bepaalde (massa)producten. Ze zijn gestandaardiseerd naar leveringsdatum, leveringsplaats, leveringshoeveelheid en kwaliteit en worden verhandeld op een georganiseerde beurs. Normaliter worden dergelijke contracten niet afgesloten met de bedoeling om de onderliggende goederen ook echt te kopen of verkopen. Voor sommige futures (zoals de varkens- en aardappelcontracten die in Amsterdam verhandeld worden) is fysieke levering zelfs niet mogelijk en worden alle contracten die na de laatste handelsdag van een aflooppmaand nog open staan, verrekend tegen een door de beurs vastgestelde koers ('cash settlement').

Noodzaak prijsrisicobeheer groeit

De behoefte aan futures en andere instrumenten om (de gevolgen van) prijsrisico's te beperken zal de komende jaren toenemen. Ten eerste omdat de verdergaande liberalisering van agrarische markten (onder andere in wto-verband) en afbraak van prijssteun onder het eu-landbouwbeleid zal leiden tot meer prijsvolatiliteit. Voor de vermindering van die prijssteun zijn boeren tot dusver gedeeltelijk gecompenseerd door middel van directe inkomenssteun. Met het oog op de betaalbaarheid van het landbouwbeleid en de subsidieafhankelijkheid van de agrarische sector zullen echter ook de inkomensstoeslagen op den duur moeilijk te handhaven zijn op het huidige niveau. Een tweede reden voor de groeiende behoefte aan prijsrisico-instrumenten is de kentering in de houding van de Nederlandse overheid. De agrarische sector wordt meer en meer gezien als een 'gewone' economische sector, die zijn eigen broek moet ophouden.

Een derde factor die zal bijdragen aan de grotere behoefte aan prijsrisicomanagement is de veranderende structuur van de agrarische sector. Bij een toenemende bedrijfsgrootte en specialisatie, en dus grotere invloed van mogelijke prijsfluctuaties op het inkomen, zijn instrumenten die de continuïteit van het bedrijf helpen waarborgen (bijvoorbeeld futures, contracten met afnemers en leveranciers, diversificatie, en verzekering) noodzakelijk.

Huidig gebruik van futures

Circa vijftien procent van de Nederlandse aardappeltelers en varkenshouders is wel eens actief geweest op een agrarische termijnmarkt². Het percentage agrariërs dat gedurende een lange periode regelmatig termijncontracten verkoopt op de Amsterdamse beurs ligt naar schatting rond vijf procent³. Behalve individuele ondernemers zijn enkele afzetorganisaties en agribusiness bedrijven (bijvoorbeeld voederfabrikanten) namens agrarische leden of klanten actief op de termijnmarkt. Naast deze zogenaamde professionele partijen (die behalve hedgen ook speculeren) is een relatief kleine groep speculanten actief. De speculanten leveren een welkome bedrage aan het functioneren van de termijnmarkt, doordat ze zorgen voor liquiditeit in de markt.

Kenmerken en motieven van gebruikers

In de economische literatuur worden diverse ondernemers- en bedrijfskenmerken genoemd die het gebruik van futures beïnvloeden. Veel

genoemd zijn: bedrijfsgrootte (in omzet), de vermogenspositie, ondernemersvrijheid (vrije afzet of in coöperatief verband), risicoattitude, risicoperceptie, markt oriëntatie, leeftijd, opleiding, kennis van futures en invloed van de sociale omgeving (bijvoorbeeld gezinsleden, adviseurs). Onderzoek naar het beslisdrag van ondernemers in het markt kanaal van vlees toont aan dat met name de interactie tussen de risicoperceptie en risicoattitude een belangrijke voorspeller is voor het gebruik van futures ⁴.

Verminderd risico en flexibiliteit

De overwegingen om futures te gebruiken zijn echter niet gelijk voor de gehele populatie agrariërs. Empirisch onderzoek heeft aangetoond dat agrariërs globaal onderverdeeld kunnen worden in twee verschillende segmenten wat betreft hun achterliggende motieven om futures te gebruiken ⁵. De agrariërs in het eerste segment verkopen hun goederen voornamelijk in coöperatieveverband en hechten bij hun beslissing om te hedgen veel waarde aan zaken als solvabiliteit, continuïteit van de onderneming en risicobeperking. Tot het tweede segment behoren de agrariërs die ondernemersvrijheid hoog in het vaandel hebben staan en producten meestal aan handelaren verkopen. Voor deze groep spelen zaken als flexibiliteit, markt oriëntatie en het verkrijgen van een relatief hoge prijs ten opzichte van hun referentieprijs een rol bij beslissingen omtrent gebruik van futures ⁶.

Ontevredenheid over contracten

Het reduceren van prijsrisico's vormt voor agrariërs niet de enige aanleiding om te hedgen. Uit onderzoek naar de motivatie van varkenshouders en managers in de vleesverwerkende industrie blijkt dat het gebruik van termijncontracten ook voortkomt uit conflicten in contractrelaties tussen agrariërs en afnemers ⁷. Als een agrarische producent niet tevreden is over het contract dat een handelaar of fabrikant hem aanbiedt is hij eerder geneigd om te hedgen. Termijncontracten bieden de ondernemer meer flexibiliteit dan fysieke verkoopcontracten. Men kan snel en eenvoudig transacties verrichten en die ook weer ongedaan maken. Daarnaast is de prijsvorming van termijncontracten veel transparanter en zijn de afspraken betrouwbaarder dan bij fysieke verkoopcontracten. Doordat een clearinghouse garant staat voor het nakomen van financiële verplichtingen lopen contractanten nauwelijks risico.

Belemmeringen

Onvoldoende kennis

Uit de diverse studies waarnaar in dit artikel wordt verwezen, blijkt dat het vooral psychologische factoren zijn die een agrariër doen besluiten om geen gebruik te maken van futures. Een belangrijke reden om niet te hedgen is de onbekendheid met het instrument. De kennis over de werking van futures, de voor- en nadelen en te volgen strategieën bij hedgen ontbreekt bij agrariërs dikwijls of wordt als te complex ervaren. Effectief hedgen vergt van de ondernemer dat deze voortdurend actuele informatie over de marktsituatie verzamelt en verwerkt. Een groot deel van de agrariërs heeft hier nog onvoldoende (v)aardigheid in. De agrariërs die tot de categorie 'marktgeoriënteerde ondernemers' behoren zullen eerder geneigd zijn futures te gebruiken dan de meer 'coöperatieve ondernemers'. De meer marktgeoriënteerde ondernemers zullen in het algemeen beter op de hoogte zijn van marktontwikkelingen en het belangrijk vinden hier tijdig op in te spelen. De wat meer behoudende 'coöperatieve' ondernemers zullen gemiddeld minder snel naar iets nieuws grijpen om risico's te beheersen. Wanneer laatstgenoemde ondernemers hiertoe gestimuleerd worden door hun coöperatie of landbouworganisatie zal die neiging wellicht toenemen. Er zijn inmiddels telersorganisaties die namens hun leden op de termijnmarkt handelen. Dat brengt ons op het aspect van sociale invloed.

Houding omgeving

In de vorige paragraaf werd reeds de rol van de sociale omgeving van de agrariër genoemd bij beslissingen. Wanneer de partner van de ondernemer, overige gezinsleden of adviseurs van bijvoorbeeld banken, accountants of landbouworganisaties negatief staan tegenover de termijnmarkt zal de ondernemer minder snel geneigd zijn te hedgen.

Eisen aan termijnmarkten

Willen termijnmarkten en -contracten een belangrijkere rol kunnen spelen dan dienen zij aan een aantal economisch-technische voorwaarden te voldoen. Er moet een (fysieke én termijn)markt zijn met voldoende concurrentie (veel vraag en aanbod, weinig marktconcentratie en verticale integratie), voldoende prijschommelingen en een onderliggend product dat gestandaardiseerd kan worden. Ook moet de handel op de termijnmarkt gepaard gaan met weinig kosten. Dit betreft zowel de economische kosten als gevolg van marktverstoringen, alsook directe kosten (commissies, mogelijkheid om bankgaranties te verkrijgen bij verplichte bijstortingen wanneer het contract op verlies staat, enzovoort). Voor het beperken van de kosten die gepaard gaan met termijnhandel is vooral een taak weggelegd bij de beurs, makelaars en banken. Voorts is het van belang dat de contractspecificaties (bijvoorbeeld de contractgrootte en leveringsspecificaties) zo zijn opgesteld dat contracten voor zowel hedgers als speculanten aantrekkelijk zijn. Uiteindelijk gaat het er voor hedgers om het prijsrisico zoveel mogelijk te elimineren. Maar doordat grondstoffen vaak moeilijk volledig te standaardiseren zijn naar kwaliteit en leveringsplaats, of doordat (ver)kooporders in een weinig liquide termijnmarkt voor prijsverstoringen kunnen zorgen, zullen de prijzen in de fysieke markt en termijnmarkt niet altijd parallel lopen. De zogenaamde hedging-effectiviteit (de mate waarin prijsbewegingen op de fysieke markt en termijnmarkt parallel lopen) is dan niet maximaal ⁸. In Nederland is de laatste jaren een proces van marktconcentratie en ketenvorming gaande in de agrarische sector. Hierdoor neemt het aantal spelers op de termijnmarkt af, met name aan de vraagzijde, en wordt de markt minder liquide. Dit vormt een gevaar voor het voortbestaan van de agrarische termijnmarkt.

Tot slot

Vanwege de verdergaande liberalisering van agrarische markten, afbouw van overheidssteun en toenemende omvang en specialisatie van bedrijven is meer aandacht voor risicomanagement noodzakelijk. Om de agrarische sector in Nederland vitaal te houden en de afhankelijkheid van overheidssteun te verminderen, is het nodig dat agrariërs zich nog sterker op de markt oriënteren en veel meer zelf de touwtjes in handen nemen bij het beheren van prijsrisico's (en dus ook inkomensrisico's). Een van de instrumenten hiervoor is de future. Behalve een verlaagd prijsrisico, verschaft de agrarische termijnmarkt markt informatie, betrouwbaarheid en flexibiliteit. De toegang tot grote internationale handelsplatforms wordt steeds eenvoudiger door technologische veranderingen en samenwerking tussen de

goederentermijnmarkten. Desondanks is het gebruik van agrarische termijncontracten beperkt. Een toename van het handelsvolume op de termijnmarkt is noodzakelijk om de Europese agrarische termijnmarkten in de toekomst levensvatbaar te houden. Om het gebruik van het instrument te vergroten onder agrariërs zou meer overdracht van kennis moeten plaatsvinden. Hierin zouden behalve de beurs en beursmakelaars, ook banken, land- en tuinbouworganisaties en de overheid een rol kunnen spelen. Bij kennisoverdracht en productontwikkeling dient rekening gehouden te worden met het feit dat agrariërs niet als een homo-gene groep benaderd moeten worden⁹. De future kan voor meerdere typen agrariërs een geschikt prijsrisico-instrument zijn, maar de wat meer marktgeoriënteerde ondernemer heeft een andere informatie- en productbehoefte dan de wat meer op de interne bedrijfsvoering gerichte (vaak coöperatieve) agrariër. Voor de beurs betekent dit een uitdaging om contracten te ontwikkelen die aansluiten bij de verschillende preferenties van agrariërs. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan contracten in kleinere eenheden, indexcontracten (contracten die een 'mandje' van verschillende producten/productrassen vertegenwoordigen) of opties op agrarische futures. Wanneer een agrariër een optie heeft op de verkoop van het onderliggende termijncontract blijft een eventueel verlies beperkt tot de optiepremie (vergelijkbaar met een verzekeringspremie bij het verzekeren van bepaalde risico's). Ook zijn er inspanningen nodig om de psychologische weerstand tegenover het gebruik van instrumenten als futures weg te nemen.

Juist binnen het huidige landbouweconomische en -politieke klimaat waarin beroep wordt gedaan op ondernemerskwaliteiten, marktorientatie en zelfredzaamheid kunnen futures van grote waarde zijn. De Nederlandse banken zullen net zoals hun Amerikaanse collega's een actievere rol moeten gaan spelen, niet alleen omdat dat een noodzakelijke voorwaarde is voor een vitale Nederlands landbouw, maar ook om de Nederlandse financiële wereld een hoofdrol te laten blijven spelen op het gebied van derivaten.

Werking termijnmarkt

Een aardappelteler wil zich indekken tegen een mogelijke prijsdaling van zijn hele geschatte oogst aan Bintjes (500 ton).. Daarom verkoopt hij op de termijnmarkt twintig contracten (van 25 ton per contract) Bintje met als leveringsmaand april. De prijs per honderd kilo bedraagt bij het sluiten van de transactie tien euro. Na het afsluiten van de contracten daalt de aardappelprijs op de beurs. Als de prijs gedaald is tot acht euro besluit de aardappelteler twintig contracten terug te kopen op de beurs. Per saldo heeft de teler op de termijnmarkt dan twee euro per kilo verdiend. Op de fysieke markt is de aardappelprijs eveneens gedaald. De teler verkoopt zijn aardappelen voor acht euro aan een handelaar. Afgezien van de (commissie)kosten bij verkoop heeft de teler uiteindelijk tien euro ontvangen voor zijn aardappelen (twee euro positief resultaat op de termijnmarkt plus acht euro verkoopprijs aan handelaar).

In het geval van een stijgende prijs op de termijnmarkt zou de agrariër zijn negatieve resultaat op de termijnmarkt (deels) goed hebben kunnen maken door de prijsstijging in de fysieke markt.

1 J.M.E. Pennings en M.T.G. Meulenberg, De opkomst van agrarische termijnmarkten, ESB, 6 december 1995, blz. 1105-1107.

2 J.M.E. Pennings en A. Smidts, Assessing the construct validity of risk attitude, Management Science, 2000, blz. 1337-1348.

3 C.W.J. van Rijswijk, The (Dutch) agricultural futures market: from a primary sector point of view, Rabobank Nederland, 2002.

4 J.M.E. Pennings en B. Wansink, Channel contract behavior: the role of risk attitudes, risk perceptions, and channel members' market structures, Journal of Business, te verschijnen in 2003.

5 J.M.E. Pennings en R.M. Leuthold, The role of farmers' behavioral attitudes and heterogeneity in futures contracts usage, American Journal of Agricultural Economics, 2000, blz. 908-919.

6 J.M.E. Pennings, Pulling the trigger or not: Factors affecting behavior of initiating a position in derivatives markets, Journal of Economic Psychology, 2002, blz. 263-278.

7 J.M.E. Pennings en R.M. Leuthold, The motivation for hedging revisited, Journal of Futures Markets, 2000, blz. 865-885.

8 J.M.E. Pennings en M.T.G. Meulenberg, Hedging efficiency: a futures exchange management approach, Journal of Futures Markets, 1997, blz. 599-615.

9 J.M.E. Pennings en P. Garcia, Hedging behavior in small and medium sized-enterprises: The role of unobserved behavior, Journal of Banking & Finance, te verschijnen in 2003.