

KARAKTERISTIKE FJUČERS POSLOVA

REZIME: Turbulentnost okruženja, intenzivne promjene cijena robe, kamatnih stopa, valuta, znatno otežavaju funkcionisanje ekonomskog sistema. Banke, investitori, preduzeća, svi učesnici u finansijskim transakcijama izloženi su veoma velikom riziku. Usljed toga došlo je do razvoja terminskog tržišta na kome se trguje ugovorima na termin ili derivatima (fjučersima, opcijama ili svopovima). Fjučers je standardizovani terminski ugovor između trgovca i berze u kome se prodavac obavezuje da isporuči ili prihvati isporuku određenog tržišnog materijala u tačno predviđenom roku i po tačno ugovorenoj cijeni. Mogu biti robni i finansijski. Većina fjučers ugovora izvršava se prebijanjem (offset), a svega 2% standardnom isporukom tržišnog materijala. Najveći broj ugovora o fjučersima skuplja se na jednoj od 11 berzi za fjučerse u SAD, Londonu i drugim berzama širom svijeta. U SAD-u su najpoznatije fjučers berze u: Čikagu, Njujorku, Filadelfiji, Mineapolisu i Kanzas Sitiju. Karakteristike fjučers ugovora jesu, da se sa njima trguje samo na berzama koje su ih emitovale.

Ključne reči: fjučersi, terminski poslovi, berza, hedžeri, tradersi

Uvod

U vremenima recesijskog poslovanja, za koje se sa sigurnošću može reći da ih karakteriše visoki nivo rizika i česte promjene, neophodno je postojanje finansijskih instrumenata koji će učesnicima pomoći da upravljaju rizikom i svedu ga na minimum.

Turbulentnost okruženja, intenzivne promjene cijena robe, kamatnih stopa, valuta, znatno otežavaju funkcionisanje ekonomskog sistema. Banke, investitori, preduzeća, svi učesnici u finansijskim transakcijama izloženi su veoma velikom riziku. Usljed toga došlo je do razvoja terminskog tržišta na kome se trguje ugovorima na termin ili derivatima (fjučersima, opcijama ili svopovima). Terminsko tržište je dugo bilo vezano za šaltersko tržište, odnosno tekuću berzansku

* Viši asistent, Nezavisni univerzitet, NUBL Banja Luka

trgovinu. Uloga terminskog tržišta je da se rizik finansijskog tržišta (nastao iz fluktuacije cijena finansijskih instrumenata, promjene kamatnih stopa, deviznih kurseva) smanji podjelom među učesnicima u trgovini (osiguranje ili hedžing) ili transferom na druge učesnike (špekulacije).¹ Mnoge zemlje su obogatile svoje zakonodavstvo novim pravilima koja se odnose na prebijanje potraživanja u pogledu finansijskih terminskih poslova, bilo izmjenama zakona o stečaju, propisa kojima se reguliše finansijski sistem, ili donošenjem novih zakona u kojima se ova specifična materija reguliše kao posebna celina.²

Potrebe za dugoročnim sredstvima ekonomskih subjekata mogu se zadovoljiti generisanjem sopstvene akumulacije ili korišćenjem sredstava drugih učesnika u reprodukciji. U prvom slučaju riječ je o samofinansiraju-ulaganju zadržane dobiti i amortizacionih fondova. U drugom slučaju ekonomski subjekti pribavljaju kapital emitovanjem dužničkih i vlasničkih finansijskih instrumenata investitorima, vlasnicima viškova kapitala, neposredno ili posredstvom finansijskih instrukcija.

Pojmovno određenje fjučers poslova

Funkcionisanje savremenih tržišnih privreda nezamislivo je bez neprekidnog obavljanja terminskih poslova. Terminski poslovi, koji se realizuju kroz forward (forward) i fjučers (futures) ugovore, imaju višestruko korisno stabilizujuće dejstvo³. Fjučers poslovi predstavljaju obavezu kupovine ili prodaju određene hartije od vrijednosti ili robe (zlata, žita, šećera i sl.), na određeni dan i to po unaprijed poznatoj cijeni. Na fjučers berzama se trguje sa fjučers ugovorima koji predstavljaju sporazum između dvije strane o kupovini i prodaji berzanskih efekata. Naime, u fjučers ugovoru se definiše poziv na mjesec isporuke, dok sama berza utvrđuje unutar mjeseca kada treba izvršiti isporuku efekata. U praksi se često kaže da je vrijeme isporuke berzanskih efekata cio mjesec (npr. 1. januar – 31. januar).

Za fjučers ugovore je karakteristično postojanje dvije pozicije:⁴

1. kratke pozicije (short position) i
2. duge pozicije (long position).

Kratke pozicije predstavljaju poziciju prodavca fjučers ugovora. Kratka pozicija obavezuje prodavca da izvrši isporuku (preda) ugovorenog instrumenta o njegovom dospjeću. Duga pozicija predstavlja poziciju kupca fjučers ugovora.

¹ I. Ristić, Terminski i opcioni poslovi na deviznom tržištu, Finansije 1991, vol. 46, br. 3-4, str. 182.

² T. Jović, Pravna priroda Sporazuma o netiranju i preduslovi njegove izvršivosti, Bankarstvo2008, vol. 37, br. 3-4, str. 40.

³ R. Pešić, Robni fjučersi kao činilac stabilnosti tržišta poljoprivrednih proizvoda, Ekonomika poljoprivrede 1995, vol. 42, br. 2, str. 89.

⁴ M. Bejatović, Bankarsko pravo i hartije od vrednosti, Privredna akademija, Novi Sad, 2008. str. 174.

Ona obavezuje kupca da preuzme berzanski efekat u roku ugovorenog dospjeća. Prodavac berzanskih efekata ima pravo da izvrši izvor kada će tokom trajanja vremena isporuke (predviđenog fjučers ugovorom) izvršiti isporuku efekata. S obzirom na to da fjučers ugovori glase na duže vrijeme (nekoliko mjeseci), berza ima pravo da odredi isporuku po jednom ugovoru (može biti više ugovora u toku nekoliko mjeseci), ima pravo da ograniči iznos do koga se može kretati fjučers cijena u toku jednog dana.

Berza i fjučers poslovi

Berza određuje:

- a) donji limit fjučers cijena,
- b) gornji limit fjučers cijena,
- c) limit fjučers cijena u granicama.

Na ovaj način fjučers berza sprečava veliku dnevnu oscilaciju fjučers cijena koja bi se mogla iskoristiti u špekulativne svrhe.

Fjučers cijena se redovno objavljuje putem berzanskih izvještaja u finansijskim publikacijama i štampi. Najveće fjučers berze u svijetu na kojem se trguje sa fjučers ugovorima su CBOT (počela je trgovina sa fjučersima 1860. godine) i CME (Chicago Merantile Exchange). Na ovim fjučers berzama se trguje sa robnim fjučersima (živa stoka, svinjsko meso, šećer, bakar, aluminijum, čelik, kakao, kafa, pšenica, kukuruz, soja, uljana repica i sl.) i finansijskim fjučersima (obveznice, kamatne stope, opcije, berzanski indeksi i sl.). Finansijski fjučers ugovori lakše rješavaju pitanje kvaliteta predmeta trgovine, nego što to čine robni fjučers ugovori. Svaki finansijski fjučers ugovor ima za podlogu kratkoročne i dugoročne finansijske instrumente, kretanje berzanskih indeksa i deviznih kurseva. Fjučers cijene se utvrđuju na „podijumu“ fjučers berze na osnovu ponude i tražnje fjučers ugovora. Ukoliko ima više investitora koji žele dugu poziciju (kupaca fjučers ugovora) nego što ima investitora koji žele kratku poziciju (prodavaca fjučers ugovora), tada cijene berzanskih efekata rastu, a u obrnutom slučaju opadaju.

Trgovanje ugovorima na fjučers berzi počinje sa dostavljanjem naloga i izvikivanjem ponude ili tražnje koja je navedena u nalogu. Ovaj način izvikivanja ponude i tražnje naziva se „otkrivanje cijene“. Za razliku od brokera koji naplaćuju svojim klijentima „proviziju u oba smjera“ (kupovnu i prodajnu), trgovci fjučers ugovorima naplaćuju jednu proviziju u visokom iznosu i to po izvršenju klijentovog naloga. Provizije se kreću od 18% ili više od 18% vrijednosti berzanske transakcije. Na fjučers berzama postoje ringovi za trgovanje i to za svaki artikal pojedinačno. Zatim, bilježnici koji prikupljaju kartice za trgovanje, elektronske table sa podacima o izvršenim transakcijama, komisioni brokeri (trguju po nalogu investitora) i lokalni brokeri (trguju za sopstveni račun).

Da bi se izbjegao potencijalni rizik u postupku trgovanja sa fjučers ugovorima, berza uvodi kategoriju depozita čiji se iznos kreće od 5% do 10% vrijednosti ugovora. Depozit se polaže od strane investitora u vrijeme sklapanja ugovora i naziva se početnim depozitom. Broker ima pravo da odredi iznos inicijalnog depozita investitora. Investitor može inicijalni depozit položiti i u hartijama od vrijednosti, samo ne u slučajevima sljedećeg (narednog) poziva za dodatni depozit. Kao depozit prihvatljive su i obveznice trezora sa 50% njihove nominalne vrijednosti. Brokeri mogu odobriti klijentima kamatu na depozit. Račun depozita se dnevno usklađuje sa tržišnom cijenom fjučersa, koja se mijenja svakog dana. Na taj način investitor ostvaruje dobitak ili gubitak u postupku trgovanja sa fjučers ugovorima.

Primjera radi, investitor želi da kupi 5. novembra 2009. godine fjučers ugovor na zlato za 27. decembar 2009. godine, pri čemu je tekuća fjučers cijena 400 \$ po unci zlata. Fjučers ugovor obuhvata kupovinu 100 unci zlata. Investitor je dužan uplatiti inicijalni depozit od 2000 \$ po ugovoru, odnosno minimalni iznos depozita od 1500 \$ po ugovoru. Polazeći od navedenih pretpostavki, usklađivanja stanja na računu depozita može imati sljedeću sadržinu:

Tabela br. 1: Polaganje depozita u postupku trgovanja sa fjučers ugovorima					
Dani	Fjučers cijena	Dnevni dobitak (gubitak) u \$	Kumulativni dobitak (gubitak) u \$	Bilans na depozitnom računu	Uplata dodatnog depozita po ugovoru
	400			2.000	
5. XI	397	-300	-300	1.700	-
6. XI	396	-100	-400	1.600	-
7. XI	398	200	-200	1.800	-
8. XI	395	-300	-500	1.500	-
9. XI	393	-200	-700	1.300	700
10. XI	394	100	-600	2.100	-
11. XI	395	0	-600	2.100	-
12. XI	395	0	-600	2.100	-
13. XI	398	300	-300	2.400	-
14. XI	398	0	-300	2.400	-
15. XI	399	100	-200	2.500	-
16. XI	400	100	-100	2.600	-
17. XI	401	100	0	2.700	-
18. XI	402	100	100	2.800	-

Prezentovani primjer pokazuje da je na kraju prvog dana kada je sklopljen ugovor (5. novembra 2009. godine) cijena pala sa 400\$ na 397\$. Padom cijene zlata investitor je ostvario gubitak od $100 \times 3 = 300\$$. Bilans na depozitnom računu (koji je iznosio 2000\$) smanjuje se za iznos gubitka od 300\$ i iznosi 1.700\$. S obzirom na to da se račun depozita dnevno usklađuje sa tržišnom cijenom fjučersa, tada svako povećanje cijene u odnosu na prethodni dan donosi dnevni dobitak,

smanjuje kumulativni gubitak i povećava bilans na depozitnom računu za iznos dnevnog dobitka. U navedenom primjeru to je slučaj 7. novembra 2009. godine. Pošto su 9. novembra 2009. godine fjučers cijene znatno smanjene, ona izaziva dnevni gubitak, kumulativni gubitak i dovodi bilans na depozitnom računu ispod minimalnog iznosa depozita ($1300\$ < 1500\$$). Investitor je dužan da izvrši uplatu iznosu do visine inicijalnog depozita ($1300\$ + 700\$ = 2000\$$), što je i činio 10. novembra 2009. godine po zatvaranju trgovanja sa ugovorima. Investitor je odlučio da 18. novembra 2009. godine zatvori poziciju prodajom fjučers ugovora. S obzirom na to da je cijena iznosila 402 \$, investitor je napravio kumulativni dobitak od 100\$ i ostvario bilans na depozitnom računu od 2800\$. Investitor je imao pravo da poveća sredstva sa depozitnog računa, ako su ista prelazila nivo inicijalnog depozita. U prezentovanom primjeru isto je prisutno od 10. do 18. novembra 2009. godine. Dana 15. novembra 2009. godine fjučers cijena je porasla na 399\$ tako da je bilans na depozitnom računu iznosio 2500\$.

Minimalni iznos depozita radi toga da račun investitora ne bude negativan. Ukoliko na poziv brokera investitor do kraja narednog radnog dana ne dopuni stanje novčanih sredstava do visine inicijalnog depozita, tada broker ima pravo da zatvori poziciju sa prodajom fjučers ugovora. Poziv za dopunu sredstava upućuje se od strane brokera investitora kada se stanje depozita spusti na visinu od 75% vrijednosti inicijalnog depozita. Svako smanjenje novčanih sredstava na depozitnom računu kod investitora sa dugom pozicijom uticaće da njegov broker uplati dotični iznos (u primjeru 300 \$ za prvi dan) na sopstveni račun kod klirinške kuće, da bi ista prenijela novčana sredstva na račun brokera investitora sa kratkom pozicijom.

Svako smanjenje novčanih sredstava (izazvano porastom fjučers cijena) kod investitora sa kratkom pozicijom uticaće da njegov broker uplati novčana sredstva (preko klirinške kuće) brokeru investitora sa dugom pozicijom (u primjeru 200 \$ trećeg dana). Na ovaj način se putem inicijalnog depozita (inicijalne mreže) održava odnos između investitora sa dugom pozicijom i investitora sa kratkom pozicijom. S obzirom na to da se razlika između cijene fjučersa i tržišne cijene smanjuje sa približavanjem dana dospijeca fjučers ugovora, tada se prisutna diferencijalna dobit na početku fjučers posla smanjuje i gubi na dan dospijeca ugovora. Samo u slučajevima kada tržišna cijena poraste više od ugovorene fjučers cijene u toku ili na dan isporuke berzanskih efekata, kumulativni dobitak ostvaruje kupac fjučers ugovora sa dugom pozicijom. Kumulativni dobitak se ostvaruje zbog toga što se efekat može prodati po višoj cijeni nego što je bila kupovna cijena. Ako dođe do isporuke berzanskih efekata od strane kraće strane u trgovanju, tada dobijena cijena predstavlja fjučers cijenu u vremenu posljednjeg prilagođavanja računa depozita.

Klirinška kuća funkcioniše kao posrednička institucija i pomaže u dnevnom radu berze. Njen zadatak je da prati dnevne transakcije na berzi i da saldira dnevne pozicije svakog svog klijenta (brokera). U slučaju kada broker nije član

klirinške kuće, on može svoje aktivnosti obavljati preko nekog drugog člana klirinške kuće. Svaki član klirinške kuće treba da ima otvoren depozitni račun kod klirinške kuće. Takav depozitni račun nosi ime „klirinškog depozita“. Klirinški depozit se svakog dana usaglašava i prilagođava projektovanoj veličini, kao što to čini depozitni račun klijenta koji se vodi kod brokera. Za razliku od brokera koji zahtijeva da investitor ima i inicijalni i minimalni depozit, član klirinške kuće ima samo inicijalni (originalni) depozit. Računi brokera kod klirinške kuće saldiraju se svakog trgovačkog dana, tako da se nedostatak novčanih sredstava pokriva prije početka trgovanja narednog dana na berzi. Pored toga, klirinška kuća može zahtijevati od brokera da tokom dana trgovanja uplati inicijalnu maržu, ukoliko su se enormno pogoršale tržišne prilike. Obračun depozita klijenta klirinške kuće vrši se putem bruto i neto principa.

Bruto princip podrazumijeva depozitni obračun za sve klijente sa dugom i kratkom pozicijom. Primjera radi, ako klirinška kuća ima dva klijenta, pri čemu je jedan sa dugom pozicijom u 10 fjučers ugovora, a drugi sa kratkom pozicijom u 5 fjučers ugovora, tada se obračun depozita vrši za 15 fjučers ugovora ($10+5=15$). Kod neto obračuna primjenjuje se kompenzacija, tako da će se u navedenom primjeru obračun depozita vršiti na osnovu pet ugovora ($10-5=5$).

Praktična iskustva vodećih svjetskih berzi pokazuju da svaka berza koja trguje sa fjučers ugovorima ima i sopstvenu klirinšku kuću. Zatvaranjem fjučers pozicije na kraju svakog dana trgovanja, klirinška kuća ostaje kupac za svakog kupca i prodavac za svakog kupca. Račun klirinške kuće pokazuje koliko svaki njen član ima dugih i kratkih pozicija, a da se pri tome ne navode pojedinačna imena klijenata u trgovanju. Način rada klirinške kuće omogućava klijentu da ne zatvara svoju dnevnu poziciju sa originalnim ugovaračem posla, već se to sprovodi sa bilo kojim članom berze koji ima suprotnu obavezu koja nosi istu cijenu i rok dospeljeća. Zato se često i kaže da klirinška kuća svaku prodaju fjučers ugovora bilansira sa kupovinom fjučers ugovora na kraju radnog dana.

Pored balansiranja prodaje i kupovine fjučers ugovora, klirinška kuća obavlja i funkciju kontrole berzanskih efekata od klijenata sa kratkom pozicijom. Na taj način klirinška kuća garantuje finansijsko izvršavanje svakog fjučers ugovora. Da bi održavala finansijski integritet na fjučers berzi, klirinška kuća može propisati veću minimalnu inicijalnu maržu nego što je istu propisala berza za svoje članove. U cilju smanjenja „špekulativnih poslova“ na fjučers berzama, klirinška kuća se obično opredjeljuje da za „špekulante“ propiše višu inicijalnu maržu, a za hedžere (proizvođača berzanske robe) najnižu inicijalnu maržu.

Ne bez razloga se smatra da transakcije sa fjučersima predstavljaju jednu od najuspješnijih finansijskih inovacija poslednjih decenija u SAD. Na žalost, u našoj ekonomskoj teoriji, a pogotovo u praksi ove inovacije nisu dovoljno poznate.⁵

⁵ R. Pešić, Robni fjučersi kao činilac stabilnosti tržišta poljoprivrednih proizvoda, *Ekonomika poljoprivrede* 1995, vol. 42, br. 2, str. 91.

Fjučerske strategije

Fjučers strategija zavisi od pozicije koju trenutno ima lice investitor u odnosu na posjedovanje berzanskih efekata. Ako investitor posjeduje berzanske efekte, tada on ima dugu (kupovnu) poziciju. Da bi investitor izbjegao mogući rizik izazvan padom cijene fjučers ugovora, on se opredjeljuje da zauzme kratku (prodajnu) poziciju. Ukoliko je obrnut slučaj, da investitor nema u posjedu hartije od vrijednosti ili robu, tada on ima kratku (prodajnu) poziciju i njegovo opredjeljenje ide u pravcu zauzimanja duge (kupovne) pozicije. Ovakvu strategiju sa fjučers ugovorima naziva se hedžing strategijom. Hedžing strategija počiva na činjenici niskog rizika i poništavanja gubitaka u trgovanju (na jednoj strani) sa ostvarenim dobitkom u trgovanju (na drugoj strani). Dakle, hedžing strategijom se postiže da svaki fjučers ugovor za kupovinu ima i fjučers ugovor za prodaju, kao i obrnuto.

Ulazak investitora na fjučers berzu, kao i njihov izlazak sa fjučers berze podrazumijeva sljedeće aktivnosti:

Tabela br. 2: Pozicije investitora na fjučers berzi				
INVESTITOR			INVESTITOR	
Red. broj	Ulazak na tržište	Predstavlja	Izlazak na tržište	Predstavlja
1.	Otvara dugu poziciju	Zaključuje ugovor o kupovini	Otvara kratku poziciju	Zaključuje ugovor o prodaji
2.	Otvara kratku poziciju	Zaključuje ugovor o prodaji	Otvara dugu poziciju	Zaključuje ugovor o kupovini

Prezentirani „jezik fjučersa“ pokazuje da je nužno pri ulasku na fjučers tržište otvoriti dugu (kupovinu) poziciju i otvoriti kratku (prodajnu) poziciju.

Hedžing kratke (prodajne) pozicije pokazuju da je za investitora neophodno kod kupovine (duga pozicija) državne obveznice izvršiti njenu prodaju (kratka pozicija) kako bi se investitor zaštitio od promjene cijene fjučers ugovora do roka izvršenja obaveze navedene u fjučers ugovoru. Ako nakon zaključenih ugovora o kupovini i prodaji dođe do pada fjučers cijena, tada će investitor ostvariti dobitak, jer je prodao po višoj cijeni fjučers ugovor nego što je trenutno prisutna tržišna cijena fjučers ugovora. Investitor će ući u novu kupovinu (otvoriti dugu poziciju) fjučers ugovora po nižoj cijeni (trenutna tržišna cijena) i izvršiti istovremeno prodaju (kratka pozicija) dotičnog fjučers ugovora. Dakle, investitor u potpunosti neutrališe gubitak koji bi nastao padom tržišne vrijednosti obveznice sve dok se ista nalazi u njegovim rukama.

Hedžing duge (kupovne) pozicije pokazuju svoju prednost kada je u pitanju fjučers ugovor za hartije od vrijednosti ili robu koju treba isporučiti u nekom vremenu (30, 60, 90 dana), jer je ista prodana nekom kupcu. S obzirom na to da se radi o zaključenom poslu investitor ne čeka da kupi berzanski efekat

nekoliko dana prije roka isporuke, već to čini odmah sa otvaranjem duge pozicije fjučers ugovora i to po njihovoj tržišnoj cijeni. Ukoliko cijena berzanskih efekata poraste do vremena isporuke istih, investitor tada otvara kratku (prodajnu) poziciju po sada višoj tržišnoj cijeni i ostavlja dobitak na razlici između kupovne cijene (duga pozicija) i prodajne cijene (kratka pozicija) berzanskih efekata.

„Špekulanti“ u hedžing strategiji isključivo kupuju ili prodaju fjučers ugovore, izlažu se potencijalnim rizicima promjene cijena i očekuju dobit po osnovu promjene cijene kupljenih i prodatih berzanskih efekata. „Špekulanti“ ne čekaju zaključivanje kupovnog i prodajnog ugovora u roku dospeljeća fjučers ugovora, već to čine prije roka dospeljeća kada procjenjuju da je postignuta za njih najpovoljnija cijena dotičnih fjučers ugovora.

Primjera radi, ako je otvorena duga pozicija za kupovinu državnih obveznica 16-og oktobra sa rokom dospeljeća 27-mi decembar 2009. godine po cijeni od 100 \$, „špekulant“ može otvoriti kratku poziciju i prodati fjučers ugovor 5-og novembra 2009. godine (sa izvršenjem obaveza za 27-mi decembar 2009. godine) po cijeni od 130 \$. Na ovaj način „špekulant“ je visprenom procjenom daljeg kretanja cijene dotičnog fjučers ugovora ostvario dobit od 30 \$.

S obzirom na to da „špekulanti“ neprekidno otvaraju duge i kratke pozicije u trgovanju sa fjučers ugovorima, oni ostvaruju i dobitke na fjučers poslovima. Njihov krajnji cilj jeste da u toku poslovne godine ostvare veće dobitke nego što su gubici na trgovanju sa fjučers ugovorima. Kotacije fjučers ugovora su slične, bez obzira na određene rizike koji postoje između fjučers ugovora.

Elementi kotacije fjučers ugovora mogu se prikazati na sljedeći način:

Tabela br. 3: Kotacija fjučers ugovora							
Red br.	Mjeseci isporuke ugovora	Otvaranje (Open)	Najniža cijena (Low)	Najviša cijena (High)	Saldiranje	Razlika (Change)	Otvaranje pozicije (Openinsers)
1.	maj 2003.	25,50	25,45	25,59	25,55	+0,05	-50
2.	jun 2003.	25,53	25,51	25,56	25,54	-0,01	-10
3.	Obim trgov., 550, Obim u utorak 350, Otvor. Pozicija 4,500, br. pozicije -60						
4.	Obveznice državne, cijene 25,50 \$, berza CBOT						

Prezentiran prilog pokazuje, da je neophodno sve državne obveznice navesti po abecednom redu unutar portfelja hartija od vrijednosti. (CBOT je Njujorška berza). U drugom redu treba navesti mjesec dospeljeća pojedinih ugovora. U prezentiranom primjeru maj i jun su mjeseci u kojem ističu ugovori. Ako iza mjeseca stoji godina (juni 2009. godine), to znači da ugovor ističe 3-eg petka u junu mjesecu 2009. godine. Kada istekne rok fjučers ugovora isti se više ne prikazuje u izvještaju. Kolona na „otvaranju“ označava cijenu na početku trgovanja sa državnim obveznicama. Cijena na otvaranju ne mora da bude ista sa cijenom na

zatvaranju trgovanja prethodnog dana, jer je moguća promjena cijene državnih obveznica preko noći na drugim berzama. Kolona „najniža cijena“, zatim „najviša cijena“ i „saldiranje“ predstavljaju najniže cijene, najviše cijene i cijene na zatvaranju trgovanja. Ako je u primjeru cijena na „na zatvaranju“ trgovanja prethodnog dana iznosila 25,50 \$, a na „zatvaranju“ trgovanja tekućeg dana 25,55 \$, tada je državna obveznica tekućeg dana bila skuplja za 0,05 \$ u odnosu na prethodni dan. U junu mjesecu cijena na „otvaranju“ je bila niža od cijene trgovanja posljednjeg dana u maju mjesecu 2009. godine ($25,53 < 25,55$). Isto tako cijena na „zatvaranju“ trgovanja tekućeg dana bila je niža od cijene na „zatvaranju“ zadnjeg dana trgovanja u mjesecu maju ($25,54 < 25,55$), što je izazvalo pad cijene državnih obveznica od 0,01 \$. Najviše i najniže cijene fjučers ugovora pokazuju dnevnu oscilaciju cijene u postupku trgovanja.

U trećem redu tabele prikazan je procijenjeni obim trgovanja sa državnim obveznicama (550 ugovora), obim trgovanja u utorak (350 transakcija), broj ukupno otvorenih pozicija od 4.500 (ugovori koji nisu poništeni suprotnim transakcijama) i broj otvorenih pozicija u odnosu na prethodni dan (u maju 50, u junu 10).

Treba istaći da cijena fjučers ugovora zavisi od: a) vremenskih i političkih prilika, b) ekonomskih izvještaja i prognoza, c) ponašanja „špekulanata“ na berzama. Primjera radi, ukoliko su prisutne vremenske nepogode, one mogu izazvati porast cijena kod robnih fjučers ugovora. Držanje robe na skladištu do dana isporuke utiče na: troškove skladištenja, osiguranja, kao i druge manipulativne troškove. Širenje „lažnih“ glasina na fjučers berzi u vezi sa iznenadnom potražnjom za državnim obveznicama može uticati na direktni rast njihovih cijena i obrnuto.

Svaki fjučers ugovor treba da je specifičan kako bi se precizno definisala isporuka berzanskih efekata, kotirale cijene i izvršilo plaćanje u roku. Isto tako treba voditi računa o kvalitetu berzanskih efekata (hartija od vrijednosti i robe). Kod finansijskih fjučersa to pitanje je manje interesantno, jer američki dolar ima jasno specifikovan kvalitet. Međutim, kod državnih obveznica kvalitet se definiše skraćanjem roka njihove dospelosti ne manjim od 6,5 godina i ne dužim od 10 godina. Kod klasične prodaje državnih obveznica rok dospelosti je 15 godina i obveznice se ne mogu opozvati u toku roka. Veličina fjučers ugovora određena je berzanskim efektima.

Primjera radi, kod državnih obveznica kojima se trguje na fjučers berzama, isporučuju se instrumenti čija je nominalna vrijednost 100,000 \$. Fjučers ugovorom definiše se mjesto isporuke, kao i mjesec kada se izvršiti isporuka ugovorenih berzanskih efekata. Sa valutnim fjučersima se trguje na Međunarodnoj novčanoj berzi (IMM) u mjesecu: martu, junu, septembru i decembru. Obično se trguje sa fjučers ugovorima za najbliži mjesec isporuke hartije od vrijednosti ili robe. Fjučers berza je u obavezi da utvrdi dan kada se počinje trgovati i posljednji dan trgovanja za dotični fjučers ugovor. Fjučers cijene državnih hartija

od vrijednosti i blagajničkih zapisa kotiraju se u dolarima i 32 dijela do dolara (na CBOT berzi). U cilju eliminisanja potencijalnih špekulativnih ponašanja na fjučers berzama se određuje za fjučers ugovore limit dnevnog kretanja cijena. Cijene mogu da se kreću od donjeg limita do gornjeg limita i unutar ovako definisanog limita. Svako probijanje limita dnevnog kretanja cijena ima za posljedicu prekidanje dalje trgovine sa fjučers ugovorima.

Tehnologija trgovanja fjučers ugovorima na berzi

Najveći broj ugovora o fjučersima skuplja se na jednoj od 11 berzi za fjučerse u SAD, Londonu i drugim berzama širom svijeta. U SAD-u su najpoznatije fjučers berze u: Čikagu, Njujorku, Filadelfiji, Mineapolisu i Kansas Sitiju. Karakteristike fjučers ugovora jesu, da se sa njima trguje samo na berzama koje su ih emitovale. Dakle, sa fjučers ugovorima se ne trguje na vanberzanskom tržištu. Isto tako, investitor je dužan da sve transakcije obavlja na berzi na kojoj je kupio fjučers ugovore. Transakcije se obavljaju na berzanskim sastancima i po cijenama koje su formirane na dotičnoj berzi. Brokeri su dužni da naloge dostavljene za trgovanje na fjučers berzama realizuju uz izvikivanje, odnosno otkrivanje cijene. Sve dok traje licitacija kupovine ili prodaje fjučers ugovora, izvikuju se cijene i stvara se galama na berzi. Obilno najglasniji i najuporniji izvikivači sklapaju dnevno najviše berzanskih transakcija. Zbog velikog komešanja (guranja) učesnika berze dešavaju se i lomovi ruku između učesnika na fjučers berzama.

Trgovci na fjučers berzama naplaćuju svojim klijentima visoke provizije za obavljanje poslova na berzi. Između trgovaca fjučers berze i brokera koji trguju sa akcijama na berzi postoji razlika u visini i načinu naplaćivanja provizije. Brokeri koji trguju sa akcijama naplaćuju proviziju i za kupovinu i za prodaju akcija, dok trgovci na fjučers berzi naplaćuju proviziju samo jednom i ona se naziva provizijom u oba pravca. Dakle, trgovci na fjučers berzi naplaćuju proviziju za otvaranje i za zatvaranje berzanske pozicije. Što se tiče visine provizije, treba istaći da brokeri koji trguju sa akcijama naplaćuju 2% provizije, dok trgovci sa fjučers ugovorima naplaćuju 18% provizije od vrijednosti dotične transakcije. U zadnje vrijeme se na fjučers berzama pojavljuju brokeri kao konkurenti trgovcima sa fjučers ugovorima. Naime, brokeri vrše kreiranje fjučers ugovora koji su striktno namijenjeni određenim klijentima. Pri kreiranju fjučers ugovora brokeri vode računa o ročnoj usklađenosti ugovora sa mogućnostima klijenata, te na taj način zaštićuju klijente od nemilosti trgovaca u sali za trgovanje na dotičnoj berzi.

Nacionalno udruženje za fjučerse (NFA) vrši zaštitu od mogućih nepravilnosti u radu fjučers berzi. Na fjučers berzama je omogućeno trgovcima da istovremeno trguju za svoj račun i za račun svog klijenta. To znači da je u praksi fjučers berzi prisutno trgovanje u dvojnem svojstvu. Kod berzi na kojim se trguje

akcijama nije dopustivo trgovanje u dvojnomo svojstvu. Zbog legalizovanog trgovanja u dvojnomo svojstvu, moguće je da trgovac izvrši nalog svog klijenta po nepovoljnoj cijeni, kako bi stvorio uslove za sopstveno trgovanje na berzi. Pozitivna strana fjučers berze jeste, da se na istoj trguje po standardizovanim pravilima, sa urednom evidencijom, limitiranim iznosom trgovanja i sprečavanjem velike fluktuacije cijene na berzi.

Trgovanje na fjučers berzi odvija se u odvojenim ringovima za svaku vrstu robe, odnosno vrstu akcije. Ringovi su postavljeni tačno u određenim mjestima u Sali za trgovanje. Ring za trgovanje najčešće ima od tri do četiri nivoa. Ukoliko je na fjučers berzi prisutna velika aktivnost, tada se trgovci međusobno guraju kako bi zauzeli što bolje mjesto. Na nekim fjučers berzama ringovi za trgovanje podijeljeni su na odijeljenja, te se u tim slučajevima može trgovati sa nekoliko različitih roba i vrsta akcije.

Prostor za trgovanje treba da ima bilježnike, koji sakupljaju kartice za trgovanje i u njih upisuju prijem kartica, odnosno tu informaciju unose u kompjuter. Sprovedene transakcije na fjučers berzi upisuju se na kartice i one predstavljaju jedini dokaz o realizovanoj transakciji na berzi. Na nekim fjučers berzama su uvedeni kompjuteri za unošenje podataka učesnika na berzanskim transakcijama. U takvim slučajevima, fjučers berza je ta koja vodi brigu o tome da budu ispunjeni ugovori između kupca i prodavca na berzi.

Elektronske table (velikog formata) sa podacima o berzanskim transakcijama postavljene su u krugu dužinom cijele sale za trgovanje. S obzirom na to da se na elektronskoj tabli stalno unose podaci o izvršenim transakcijama, ti podaci se putem mašine za kotiranje cijene istovremeno šalju širom svijeta.

Ukoliko je na berzi prisutno trgovanje sa opcijama na ugovore o fjučersu, tada se isto obavlja pored određenog mjesta za trgovanje sa fjučersima. Ovaj vid trgovanja na fjučers berzama je najudaljeniji od stvarnosti, jer se trguje sa pravom na kupovinu ili prodaju obaveze. Najviše se ovakvim vidom trgovanja na fjučers berzi bave berzanski „špekulanti“. Trgovanje fjučers ugovorima ne podrazumijeva veliko početno ulaganje, već dobre nerve i sreću u procjeni kretanja cijena određenih proizvoda. Stoga se trgovanje sa ugovorima o fjučersu upoređuje sa „finansijskim toboganom“. Pri trgovini sa ugovorima o fjučersu, investitor je taj koji daje nalog o kupovini ili prodaji određenog artikla na određeni datum (termin). Pri kupovini ugovora učesnik na berzi je dužan platiti početni depozit. Cijena po kojoj se kupuje fjučers ugovor predstavlja manji dio ukupne vrijednosti ugovora (kreće se od 2% do 10%).

Trgovanje na fjučers berzi se vrši slanjem naloga u pul gdje se vrši anonimno uparivanje naloga i kupca i prodavca na berzi. Ovaj postupak uparivanja naloga se vrši neprekidno. S obzirom na to da se cijene artikala mijenjaju svakodnevno, stalno se mijenja i stanje sredstava na računu investitora. Po završetku radnog dana na fjučers berzi se unose dnevne promjene trgovanja: odobravanjem na račun, odnosno skidanjem sa računa u zavisnosti od promjena vrijednosti fjučers

ugovora. U praksi u fjučers berzi se ovakav postupak naziva „dnevno usklađivanje sa tržišnom cijenom“.

Karakteristično je da iznos depozita na računu investitora treba da bude u visini propisanog minimuma, radi sigurnosti da će se uslovi iz fjučers ugovora sigurno ispuniti. Ukoliko je na kraju radnog dana iznos na računu investitora ispod propisanog minimuma, tada je isti u obavezi da izvrši doplatu na depozitni račun.

U cilju zaštite investitora na fjučers berzama utvrđeni su gornji i donji limiti cijena. Ukoliko se cijene iz fjučers ugovora povećavaju ili smanjuju iznad definisanog limita, tada se prekida trgovanje na fjučers berzi. Dostizanjem prihvatljivog nivoa cijena fjučers ugovora (u granicama limita), nastavlja se trgovanje na fjučers berzi. U određenim slučajevima investitori imaju štetu zbog definisanih limita, jer nemaju pravo na dalju prodaju fjučers ugovora, sve dok se cijene ne dovedu u prihvatljivi nivo između donjeg i gornjeg utvrđenog limita. Svaka devalvacija određene valute može izazvati gubitak pri trgovanju na fjučers berzi po ugovorima koji koriste dotičnu valutu. Obično je u takvim slučajevima, vrijednost fjučers ugovora mnogo niža od početne cijene trgovanja na fjučers ugovorima.

Rizik trgovanja fjučers ugovorima moguće je umanjiti trgovanjem na osnovu razlike u cijeni. Naime, trgovci na fjučers berzama istovremeno kupuju jedan po jedan, pa prodaju drugi ugovor o fjučersu (predmet ugovora je ista vrsta robe) kako bi zaradom pokrili gubitak. Na ovaj način se ugovori međusobno kompenzuju, jer po svakom ugovoru za kupovinu postoji i ugovor za prodaju iste robe. Trgovac na fjučers berzi ostvariće dobitak samo u slučajevima kada je razlika između cijene prodajnog i kupovnog ugovora u njegovu korist.⁶

Hedžersi i špekulanti na robnim i finansijskim fjučers berzama

Na fjučers berzama se najčešće pojavljuju dvije vrste učesnika:⁷

- a) hedžeri i
- b) tradersi (špekulanti)

Hedžeri su učesnici na fjučers berzi koji se bave trgovanjem sa robom, a najčešće su to proizvođači dotične robe (farmeri, rudari, prerađivači drveta, proizvođači papira, distributeri nafte i sl.). U principu se trgovanje na berzi sprovodi tako, da hedžeri prodaju ugovore o fjučersima, dok ih korisnici kupuju. Suština trgovanja hedžera na fjučers berzi je zaštita od moguće promjene cijena koje ugrožavaju njihovu dobit. Primjera radi, proizvođači papira se opredjeljuju da na berzi kupe fjučers ugovore, kako bi se zaštitili od enormnog rasta cijena sirovina izazvanog zbog neke biljne bolesti.

⁶ I. Ristić, *Terminski i opcioni poslovi na deviznom tržištu*, Finansije 1991, vol. 46, br. 3-4, str. 186.

⁷ M. Bejatović, *Berze i berzansko poslovanje*, FINEKS, Beograd, str. 51.

Za traderse (špekulacije) je karakteristično da trguju na berzi sa fjučers ugovorima da bi ostvarili zaradu. „Špekulanti“ su dobili naziv po špekulativnom ponašanju na berzi. Oni stalno trguju sa fjučers ugovorima, a da pri tome nikada ne koriste robu koja je predmet trgovanja na berzi. Njihovo trgovanje na berzi počiva na procjeni mogućeg događaja sa dotičnom robom. Ukoliko osjete da će doći do promjene cijene robe, tada kupuju ili prodaju fjučers ugovore. Ukoliko „špekulant“ na berzi procijeni da će se cijene roba povećati za 10%, tada on pristupa prodaji fjučers ugovora po višoj cijeni kako bi pokrio rast cijena robe pri kupovini na promptnom tržištu, Naime, „špekulanti“ na fjučers berzama teže da se spot cijene i cijene iz fjučers ugovora međusobno kompenzuju.

Zahvaljujući „špekulantima“ trgovanje na fjučers berzama je aktivno. Ukoliko ne bi bilo „špekulanata“ na fjučers berzama, tada bi samo hedžeri i korisnici robe učestvovali na berzama, a nalozi za kupovinu i prodaju bi se sporo odvijali. Učešćem „špekulanata“ na fjučers berzama izuzetno se brzo reaguje na promjene cijena na promptnom tržištu.

Podaci sa fjučers berzi evidentiraju se svaki dan i dostupni su široj javnosti. Za razliku od robnih berzi, gdje se iskazuje tona robe za dolare, kod finansijskih fjučersa se vrši iskazivanje vrijednosti u dolarima pomnoženih sa berzanskim indeksom. Umjesto preuzimanja robe na dan isporuke po ugovoru, kupac finansijskog fjučersa preuzima vrijednost ugovora. Fjučers ugovori na kamatne stope izračunavaju se kao procentni poen od 100%.

Hedžeri kod finansijskih fjučersa su: a) direktori penzionih i zajedničkih fondova, b) brokersko-dilerska društva. Zajednički fondovi predstavljaju skup akcija, obveznica i drugih hartija od vrijednosti koje su u vlasništvu grupe investitora. „Špekulanti“ na tržištu finansijskih fjučersa neprekidno trguju i održavaju tržište aktivnim. Oni prodaju ili kupuju ugovore o fjučersu u zavisnosti od primjene kako će se kretati buduće tržište fjučersa. „Špekulanti se povlače iz fjučers ugovora kada je cijena ugovora po njihovoj procjeni najviša i obrnuto.

Zaključak

Fjučers je standardizovani terminski ugovor između trgovca i berze u kome se prodavac obavezuje da isporuči ili prihvati isporuku određenog tržišnog materijala u tačno predviđenom roku i po tačno ugovorenoj cijeni. Mogu biti robni i finansijski. Većina fjučers ugovora izvršava se prebijanjem (offset), a svega 2% standardnom isporukom tržišnog materijala. Trgovac je dužan da uplati depozit (inicijalnu marginu) i ima obavezu dnevnog prilagođavanja u cijeni (margina prilagođavanju). Trgovina se odvija preko brokera i dilera, a značajnu ulogu ima klirinška kuća koja omogućava sigurnost trgovina fjučersima. Učesnici na tržištu fjučersa su hedžeri i špekulanti. Prvi se štite od rizika promjena cijena i zauzimaju poziciju suprotnu od one koju imaju po osnovu tržišnog materijala. Na taj način hedžeri neutrališu rizik, tako što izjednačavaju

dobit (gubitak) po osnovu promjene cijena tržišnog materijala prinosom iz fjučers ugovora. Špekulanti preuzimaju rizik i oni su ti koji obezbjeđuju likvidnost tržišta. Ne posjeduju tržišni materijal, dakle prodaju ono što nemaju i nisu zainteresovani za isporuku.

Dubravko Prstojević, M.Sc.

A senior assitant, The Independent University, NUBL, Banja Luka

The characteristics of futures business

A b s t r a c t

Turbulent environment, profoundly changing commodity prices, interest rates, currencies, significantly is hampering the functioning of economic systems. Banks, investors, companies, all parties to financial transactions are exposed to very high risk. As a result of this, there has been development of futures market where contracts are traded on the term or derivatives (futures, options or swops). Futures is a standardized forward contract between the trader and the stock exchange in which the seller undertakes to deliver or accept delivery of certain market elements in the exact specified time and at exactly the agreed price. They can be in forms of trademarks and financially. Most futures contracts are executed by beating (offset), and only 2% standard delivery market material. The largest number of futures contracts is collected at one of the 11 futures exchanges in the U.S., London and other exchanges around the world. In the U.S. the most popular futures exchanges are in: Chicago, New York, Philadelphia, Minneapolis and Kansas City. Characteristics of futures contracts are, to be with them traded on exchanges that were broadcast.

Key words: futures, forwards, exchange, traders.

Literatura

1. I. Ristić, Terminski i opcioni poslovi na deviznom tržištu, Finansije, 1991, vol. 46, br. 3-4.
2. T. Jovanić, Pravna priroda Sporazuma o netiranju i preduslovi njegove izvršivosti, Bankarstvo, 2008, vol. 37, br. 3-4. str. 35–52.
3. R. Pešić, Robni fjučersi kao činilac stabilnosti tržišta poljoprivrednih proizvoda, Ekonomika poljoprivrede, 1995, vol. 42, br. 2. str. 87–97.

4. M. Bejatović, Bankarsko pravo i hartije od vrednosti, Privredna akademija, Novi Sad, 2008.
5. M. Bejatović, Berze i berzansko poslovanje, FINEKS, Beograd, 2008.
6. Đ. Jovanović, Funkcionisanje promptnih i terminskih poslova na deviznom tržištu, Finansije, 2000. vol. 55, br. 7-8, str. 580–604.