

Tonći Lazibat i Božo Matić*

UDK 347.75:347.44

Pregledni članak

STRATEGIJE TRGOVANJA OPCIJAMA NA TERMINSKOM TRŽIŠTU

Autori analiziraju opcije kao najnoviji izum terminskog tržišta, ukazuju na njihov neograničeni profitni potencijal uz ograničeni rizik i raspravljaju o strategiji trgovanja opcijama, a završavaju analizom strategija u kojima se opcije kombiniraju s aktualnim terminskim ugovorima.

Uvod

Začeci burzovnog poslovanja vezuju se uz velike robne sajmove, datiraju još iz 14. stoljeća i smještaju se u mediteranske gradove Pizzu, Veneciju, Firencu, Genovu, Valenciju i Barcelonu. S velikim geografskim otkrićima opada značenje mediteranskih gradova, a gospodarsko se središte Europe pomiče na atlantske obale Europe. Tako se i prve prave burze javljaju u tim zemljama i to godine 1631. u Amsterdamu, godine 1695. u Londonu i godine 1724. u Parizu¹. Počeci terminskog trgovanja na burzama vezuju za trgovinu rižom u Japanu a smještaju se u 17. stoljeće².

Moderno terminsko poslovanje na robnim burzama započinje u 19. st. na području američkog srednjeg zapada i to na burzi Chicago Board of Trade (CBOT) koja je osnovana 1848. godine.³ Prvi terminski ugovori javljaju se 1865. godine. Standardizacija ugovora, a time i mogućnost zamjene jednog ugovora za drugi

* T. Lazibat, docent Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu i profesor Visoke škole na Odjelu za poslovnu ekonomiju Društvenog veleučilišta u Zagrebu. B. Matić, docent Ekonomskog Fakulteta Sveučilišta u Zagrebu. Članak primljen u uredništvu: 12. 10. 2001.

¹ Prema: Braudel, B.: "Igra razmjene", August Cesarec, Zagreb, 1989., str. 99.

² Neki autori nalaze začetke hedginga čak u staroj Grčkoj!! Vidjeti u: Stockbridge, F.P., "Hedging against inflation", Floser Publishing Edition, Burlington, 1994., str. 7.

³ Vidi: Vukina, T.: "Osnove trgovanja terminskim ugovorima i opcijama", Infinvest, Zagreb, 1996., str. 24.

("offset"), uzrokovala je ubrzani rast prometa terminskim ugovorima.

Prava ekspanzija trgovanja terminskim ugovorima započinje u sedamdesetim godinama, kada je ukinut sustav fiksnih deviznih tečajeva. Desetak godina poslije, godine 1982., dolazi do novog, bitnog iskoraka na terminskim burzama, razmahuje se trgovinama opcijama na terminske ugovore. Terminske burze u pravilu nude opcije na gotovo sve terminske ugovore kojima se trguje na toj osnovi. Osim opcija na robne terminske ugovore, postoje i opcije na različite vrijednosne papire (blagajnički zapisi, certifikati o depozitu, državne i druge obveznice), devize, valute itd. Terminske burze najčešće nude opcije na gotovo sve terminske ugovore kojima se trguje na takvoj osnovi. Osim opcija na robne terminske ugovore postoje opcije i na različite financijske instrumente kao što su ugovori za valute i devize, obveznice, certifikati o depozitu, blagajnički zapisi, dionice itd.

Za hrvatske gospodarske subjekte i gospodarske subjekte većine tranzicijskih zemalja burzovno poslovanje, terminski poslovi, a posebno trgovina opcijama, gotovo su nepoznanica. U ovome radu i baš zbog navedenih razloga želimo objasniti i analizirati strategije trgovanja opcijama na terminske ugovore, trgovanja koje je najnoviji i najsofisticiraniji oblik poslovanja na burzama.

Definicije i sudionici u trgovanju opcijama

Opcija je ugovor između dviju stranaka koji kupcu opcije daje pravo (ali ne i obvezu) kupnje ili prodaje opcijom specificiranog terminskog ugovora.⁴ Razlikujemo dvije vrste opcija: opcija na kupnju (call opcija) i opcija na prodaju (put opcija). Call opcija daje kupcu opcije pravo, ali ne i obvezu, da kupi određeni terminski ugovor od prodavatelja (pisca) opcije, po specificiranoj cijeni i u bilo kojem trenutku prije dospjeća opcije. Put opcija daje kupcu opcije pravo, ali ne i obvezu, prodaje određenog terminskog ugovora prodavatelju (piscu) po cijeni u vremenu prije dospjeća opcije.

Cijena po kojoj kupac call opcije ima pravo kupiti terminski ugovor, a prodavatelj put opcije pravo prodati terminski ugovor, jest tzv. udarna ili izvršna cijena (strike ili exercise price). Iza svakog kupca call opcije stoji prodavatelj call opcije, kao što iza svakog kupca put opcije postoji prodavatelj put opcije. I u prvom i u drugom slučaju kupac opcije plaća prodavatelju opcije određenu premiju. Premija je cijena koju kupac opcije plaća prodavatelju (piscu) opcije kao naknadu za ustupanje prava⁵ kupnje ili prodaje terminskog ugovora u određenom roku i po određenoj udarnoj cijeni. Opcijska je premija suma stvarne (intrinzične) i vremenske

⁴ Prema: Lazibat, T.: "Prednosti trgovanja opcijama na terminske ugovore u odnosu na direktno trgovanje terminskim ugovorima", *Ekonomski pregled*, 5-6, Zagreb, 2000., str. 509.

⁵ Lazibat, T.: *Op. cit.*, str. 515.

(ekstrinzične) vrijednosti. Stvarna je vrijednost iznos za koji se neka opcija nalazi u-novcu (in-the-money).⁶

Za call opciju kaže se da je u-novcu, ako joj je udarna cijena niža od trenutne tržišne cijene na koju se opcija odnosi. Za put opciju kaže se da je u-novcu ako joj je udarna cijena viša od terminske cijene. U suprotnome, za opcije se kaže da su izvan-novca (out-of-the-money). Call opcije su izvan-novca ako im je udarna cijena veća od terminske cijene, a put opcije ako im je udarna cijena niža od terminske. Za opcije kod kojih je udarna cijena jednaka terminskoj cijeni, kaže se da su u-novcu (at-the-money).

Vremenska je vrijednost iznos novca koji su kupci opcije spremni platiti za opciju, odnosno iznos koji su prodavatelji opcije spremni prihvatiti za pisanje opcije. Vremenska vrijednost daje mogućnost da će se s protekom vremena izvan-novca opcija preokrenuti u u-novac opciju, tj. da će u-novcu opcija još dublje potonuti u novac. Tri su osnovna čimbenika koja određuju vremenske vrijednosti: (1) kratkoročna - bezrizična kamatna stopa, (2) vrijeme koje je preostalo do isteka opcije i (3) nestalnost (volatility) cijene odnosno terminskog ugovora. U pravilu, opcijski se ugovor nikada neće prodavati po cijeni nižoj od svoje stvarne vrijednosti.

Opcije na terminske ugovore, poput terminskih ugovora, prodaju se, na podjima terminskih burzi. Svi elementi opcijskog ugovora standardizirani su i fiksirani, osim cijene (premije) koja predstavlja element slobodne pogodbe. Svaka opcija ima i svoj rok trajanja, tj. datum isteka ("expiration date"). Datum isteka opcije posljednji je dan kada kupac opcije ima pravo iskoristiti ("exercise") svoje pravo da piscu opcije proda ili da od pisca opcije kupi određeni terminski ugovor po unaprijed određenoj udarnoj cijeni.

U trgovini opcijama na terminske ugovore prodavatelj i kupac mogu se naći u četiri različite situacije u kojima se njihova očekivanja, prava i obveze bitno razlikuju.

- (1) Kupac call opcije optimist je i očekuje porast terminske cijene robe za koju želi kupiti opciju. Za takvog se investitora kaže da je bikovski raspoložen ("bull", "bullish"). Kupac call opcije po fiksiranoj udarnoj cijeni plaća dogovorenu premiju i tako dobiva pravo na kupnju tog terminskoga ugovora. Da bi kupnja call opcije postala profitabilna strategija, terminska cijena robe na koju glasi opcija mora, u dovoljnoj mjeri, porasti u odnosu na udarnu cijenu koja je specificirana opcijskim ugovorom. Taj porast terminske cijene omogućuje investitoru ostvarenje profita i to tako da iskoristi opciju i kupi robu po udarnoj cijeni koja je, u tome trenutku, niža od promptne cijene te robe na terminskom tržištu.

⁶ Rječnik burzovne terminologije vidjeti u: Andrianić, I.: "Poslovanje na robnim burzama", Mikrorad, Zagreb, 1997.

- (2) Prodavatelj call opcije pesimist je i očekuje pad, ili barem jednaku razinu, cijene robe iz terminskog ugovora na koji piše call opciju. Za takvog trgovca kažemo da je medvjede raspoložen (“bear”, “bearish”), odnosno da je neutralan. Prodavatelj call opcije obvezuje se da će kupcu opcije, na njegov zahtjev, prodati dani terminski ugovor po unaprijed specificiranoj (fiksiranoj) udarnoj cijeni. Za tu uslugu prodavatelj call opcije dobiva premiju. Zbog tog je razloga za pisca call opcije bitno da cijena robe padne ili da barem ostane nepromijenjena. Ako cijena robe iz terminskog ugovora stvarno i padne, kupac (imatelj) call opcije neće biti motiviran iskoristiti opciju i kupiti robu po udarnoj cijeni, jednostavno zato što je udarna cijena viša od cijene po kojoj tu istu robu imatelj opcije u tome trenutku može kupiti na terminskom tržištu. Stoga on jednostavno pušta da opcija istekne, pa tako gubi i premiju koja onda piscu opcije ostaje na raspolaganju kao čisti profit.
- (3) I kupac put opcije pesimist je i očekuje da će cijena robe kojom trguje u narednome razdoblju pasti. Zato kupuje put opciju i tako stječe pravo prodaje tog terminskog ugovora po unaprijed određenoj udarnoj cijeni. Za to pravo kupac opcije plaća prodavatelju opcije premiju. U slučaju da cijena robe stvarno i padne, udarna će cijena opcije biti viša od cijene koju se za tu robu može postići u tome trenutku na terminskom tržištu. Stoga i iskorištenje opcije kupcu jamči zaradu.
- (4) Sa druge strane, da bi pristao na prodaju opcije, prodavatelj put opcije mora biti bikovski raspoložen. Dakle, prodavatelj put opcije očekuje da će cijena robe na čiji terminski ugovor piše opciju porasti. Profit mu jamči porast cijena robe. U takvoj će situaciji kupac opcije pustiti da opcija istekne neiskorištena, a prodavatelj opcije ostvarit će profit jednak iznosu premije.

Uočimo da svakom kupcu opcije, svejedno je li riječ o call ili o put opciji, na raspolaganju stoje tri mogućnosti:⁷ pustiti da opcija istekne, prebiti svoju poziciju, ili iskoristiti opciju. U slučaju da cijena robe na terminskom tržištu krene suprotno od očekivanja trgovca (kupca call ili put opcije), on će jednostavno pustiti da opcija istekne. Time će izgubiti iznos plaćene premije, ali će spriječiti veći gubitak koji bi nastao da je iskoristio opciju, odnosno da je zauzeo dugu ili kratku poziciju na terminskom tržištu u trenutku kada cijene imaju suprotan trend.

Kupac može prodati svoju opciju i na taj način prebiti poziciju na tržištu opcija. Kupnjom iste takve opcije, on automatski ispada s tržišta, jer mu se pozicija poništava. Razumije se da premija koja se dobiva za prodanu opciju može biti ili viša ili niža od premije koja je plaćena za kupljenu opciju. Razlika će ovisiti o pomacima terminske cijene dane robe u međuvremenu. Kada kupac opcije želi doći u posjed

⁷ Lazibat, T.: Op. cit., str. 511-512.

dugačke pozicije na terminskom tržištu, on će iskoristiti svoju call opciju. Kada kupac opcije želi doći u posjed kratke pozicije na terminskom tržištu, on će iskoristiti put opciju. Kupac će to učiniti i u slučaju kada želi izvršiti ili prihvatiti isporuku fizičke robe po osnovi terminskog ugovora. Za razliku od kupca, prodavatelj (pisac) opcije, svejedno je li to call ili put opcija, autonomno može donijeti samo odluku o prebijanju opcije. U druga dva slučaja njegove postupke u potpunosti determinira odluka kupca opcije. Raspravimo to uz pomoć triju prethodnih situacija.

Ako kupac odluči pustiti da opcija istekne, prodavatelj opcije neće imati nikakve negativne posljedice. Naprotiv, premija koju je primio za opciju ostaje mu kao čista zarada. Prodavatelj opcije, to smo već kazali, može autonomno donijeti odluku da svoju poziciju na tržištu opcija likvidira kontra-kupnjom identične opcije, identične onoj koju je prije prodao. Razumije se da premija koju pritom plaća može biti različita od premije koju je dobio za prodanu opciju, ovisno o događajima na tržištu robe u međuvremenu. Razlika između primljene i plaćene premije predstavljat će neto dobitak ili neto gubitak na tim opcijskim transakcijama. Ako kupac opcije donese odluku da iskoristi svoje pravo kupnje (call opcije) ili prodaje (put opcije) danog terminskog ugovora, prodavatelj opcije obvezan je kupcu opcije prodati (kod call opcije), odnosno od njega kupiti (kod put opcije) robu iz terminskog ugovora po udarnoj cijeni koja je navedena u opcijskom ugovoru.

Općenito, u slučaju kada kupac opcije pusti da opcija istekne, neće doći do promjena ni na opcijskom, ni na terminskom tržištu. Prodavatelj će realizirati dogovorenu premiju i tu posao završava. U slučaju kada dođe do prebijanja opcija, to se prebijanje, kontra-kupnja ili kontra-prodaja, događa samo na opcijskom tržištu. Robno terminsko tržište zaobiđeno je. U slučaju kad kupac call opcije odluči iskoristiti opciju, na terminskom se tržištu otvaraju ove pozicije: kupac opcije zauzima dugu poziciju, a prodavatelj opcije zauzima kratku poziciju. Nasuprot tome, kada kupac put opcije odluči iskoristiti svoju opciju prodaje, on na terminskom tržištu zauzima kratku, a prodavatelj opcije zauzima dugu poziciju.

Ne smije se zaboraviti činjenica da iza svake kupljene call ili put opcije, mora postojati netko tko je tu opciju prodao (napisao). Iz toga slijedi da, kao što strategije kupnje opcija odlikuje ograničeni rizik i neograničeni profitni potencijal, strategije prodaje opcija odlikuje neograničeni rizik i ograničeni profitni potencijal.

Zašto se onda opcije uopće prodaju? Za to postoji razlog, od kojih je najvažniji - premija, novac koji pisac opcije prima od kupca. Zato mnogi pisci opcija prodaju put/call opcije, nadajući se da će one isteći neiskorištene i zato je scenarij "isteka" opcije mnogo vredniji piscima, nego kupcima opcije. Na premiju se može gledati kao na dobit od investicije, kao sredstvo za povećanje profita, kao sredstvo za smanjenje rizika, kao sredstvo osiguranja već ostvarenog profita, itd. Konačno, možda i najvažnije, prodaja opcija način je stvaranja profita kroz premiju u situaciji kada su cijene na tržištima stabilne.

Strategije trgovanja opcijama

Trgovci (špekulanti) terminskim ugovorima i opcijama izvrsno poznaju strategije i tehnike te trgovine. Ono po čemu se oni međusobno bitno razlikuju jest njihov psihološki profil iz čega onda proizlaze i različita očekivanja budućih tržišnih kretanja⁸. U tom se smislu razlikuju “kockar”, “trgovac” i “bankar”. “Kockar” je hazarder, ne zanimaju ga mali dobiti, igra na sve ili ništa i uvjeren je u nagle i drastične promjene cijena. “Bankar” je najkonzervativniji špekulant, nesklon je riziku i zadovoljava se minimalnim zaradama. “Trgovac” je dobar poznavatelj tržišta i cijena, realan je u procjenama i najvjestije balansira rizik i zaradu. Najuspješniji sudionici terminskih i opcijskih tržišta upravo su tzv. trgovci.

Strategije trgovanja opcijama na terminske ugovore podijelit ćemo na jednostavne i složene. Pritom ćemo jednostavnim strategijama nazvati one u kojima se radi samo o trgovini opcijama, a složenim strategijama nazivamo sve one strategije u kojima se kombinira kupoprodaja opcija i terminskih ugovora.

Jednostavne opcijske strategije

Ovoj skupini pripadaju: kupnja call opcije (“Buying a Call”), kupnja put opcije (“Buying a Put”), prodaja nepokrivene call opcije (Writing a Naked Call), i prodaja nepokrivene put opcije (Writing a Naked Put).

Kupnja call opcije (“Buying a Call”)

Raspoloženje je špekulanta optimistično, “bikovsko”, on očekuje da će rasti i promptna i terminska cijena robe. Cilj je trgovca ostvarenje profita bez angažiranja značajnijeg kapitala. Rizik je ograničen na iznos unaprijed plaćene premije. Profit nije ograničen sve dok cijena dane robe raste.

Objašnjenje strategije: Ako cijena robe iz predmetnog terminskog ugovora raste prema očekivanjima trgovca, ostvariti će se i očekivani profit. No, u slučaju da se ta očekivanja ne ostvare i da cijena robe ostane na istoj razini (ili počne padati), špekulant može izgubiti plaćenu premiju, ali ništa više od toga.

Postoji nekoliko razina špekulacije, ovisno o sklonostima špekulanta. Također, ovisno o izboru udarne cijene postoje i tri podstrategije. Za primjer ćemo se koristiti

⁸ Obradeno prema: Spears, Larry D.: “Commodity Options”, Marketplace Books, Columbia, Maryland, 1993., str. 39-85. i Catania, J. P.: “Commodity Trading Manual”, CBOT, 1997., str. 177-193.

opcijama na zlatne terminske ugovore koji se prodaju na Commodity Exchange Inc. New York (COMEX-u) i trojice špekulanta, “kockara”, “trgovca” i “bankara”.

Pretpostavimo da je rani rujan i da se terminski ugovori na zlato s isporukom u prosincu prodaju po 362 USD. Opcije na prosinačke ugovore isteći će drugoga petka u studenome. Sva tri špekulanta vjeruju da će terminska cijena zlata u idućem razdoblju porasti na 400 USD za uncu i svaki je od njih voljan investirati 2.400 USD. No, svaki će izabrati opciju s drugačijom udarnom cijenom i tako odabrati strategiju koja odgovara njegovim očekivanjima. Tako: “kockar” kupuje call opciju na prosinački ugovor po 380 USD, opcija je izvan-novca a premija je 3 USD po unci, “bankar” kupuje call opciju na prosinački ugovor po 340 USD, opcija je u-novcu, a premija iznosi 24 USD po unci i “trgovac” kupuje call opciju na prosinački ugovor po 360 USD, opcija je na-novcu, a premija je 12 USD po unci.

Razmotrimo moguće rasplete u sva tri slučaja!

“Kockar” je uvjeren da će cijena zlata veoma porasti. Budući da ga ne zanimaju mali dobiti i zato što igra na sve ili ništa, on će za svojih 2.400 USD kupiti 8 opcija (1 ugovor = 100 unci zlata x 3 USD = 300 USD x 8 ugovora = 2.400 USD). Da bi on zaradio na toj strategiji, cijena zlata stvarno mora drastično porasti. U tablici 1. prikazani su mogući rezultati te špekulacije u trenutku isteka opcije.

Ako je “kockar” bio u pravu, on će na svaki dolar za koji terminska cijena prijeđe prag od 383 USD zaraditi 800 USD. U slučaju da cijena dođe na 400 USD, kako je “kockar” i očekivao, on će dobiti 13.600 USD, što je povrat od 567% na uložena sredstva. Ako zlato poraste na 383 USD, on će se pokriti, a ako je “kockar” pogriješio, pa cijena zlata ostane ista ili počne padati, izgubit će svoj ulog.

Tablica 1.

PRIMJER PODSTRATEGIJE KUPNJE CALL OPCIJE NA PRIMJERU “KOCKARA”

Cijena zlata u USD	Premija call-a u USD	Vrijednost call-a u USD	Trošak u USD	Dobit/gubitak u USD
340	0	0	-2.400	-2.400
360	0	0	-2.400	-2.400
380	0	0	-2.400	-2.400
383	3	2.400	-2.400	0
385	5	4.000	-2.400	1.600
390	10	8.000	-2.400	5.600
400	20	16.000	-2.400	13.600
420	40	32.000	-2.400	29.600

Izvor: Spears, L. D: “Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk”,
 Marketplace Books, Columbija, Maryland, 1993., str. 41.

“Trgovac” se na trezveniji način koristi opcijama, manje je sklon riziku, a zadovoljava se i manjim dobitcima. On će za svojih 2.400 USD kupiti dvije 360 call opcije (100 unci x 12 USD = 1.200 USD x 2 = 2.400 USD) koje su već 2 USD po unci u-novcu. Ako cijena zlata počne rasti, rast će i premija opcije, ali, vjerojatno ne istim tempom. Podaci tablice 2. prikazuju moguće scenarije prilikom isteka opcije.

Tablica 2.

PRIMJER PODSTRATEGIJE KUPNJE CALL-OPCIJE NA PRIMJERU “TRGOVCA”

Cijena zlata u USD	Premija call-a u USD	Vrijednost call-a u USD	Trošak u USD	Dobit/gubitak u USD
340	0	0	- 2.400	- 2.400
360	0	0	- 2.400	- 2.400
372	12	2.400	- 2.400	0
380	20	4.000	- 2.400	1.600
390	30	6.000	- 2.400	3.600
400	40	8.000	- 2.400	5.600
420	60	12.000	- 2.400	9.600
440	80	16.000	- 2.400	13.600

Izvor: Spears, L. D: “Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk”, Marketplace Books, Columbija, Maryland, 1993., str. 42.

Ako je “trgovac” pogriješio i cijena zlata padne, on gubi plaćenu premiju, jednako kao i “kockar”. A ako cijena poraste na 362 USD po unci, trgovac će izgubiti samo dio uloga, u ovom slučaju 2.000 USD. Da bi se trgovac pokrio, cijena zlata mora porasti na 372 USD. Zapažimo, to je u odnosu na kockarevu cijenu (383 USD) manje za 11 USD. Ako, pak, cijena zlata, prema očekivanjima, dostigne 400 USD, “trgovac” će zaraditi 5.600 USD i ostvariti povrat na uložena sredstva od 233 %.

“Bankar” je, rekli smo, najkonzervativniji špekulant. On igra na male, ali sigurne prinose. Stoga se odlučuje na kupnju opcije duboko u-novcu čija premija zato u sebi sadrži veoma malo vremenske vrijednosti. Tako on za 2.400 USD kupuje samo jednu opciju. (Tablica 3.)

Tablica 3.

PRIMJER PODSTRATEGIJE KUPNJE CALL OPCIJE NA PRIMJERU “BANKARA”

Cijena zlata u USD	Premija call-a u USD	Vrijednost call-a u USD	Trošak u USD	Dobit/gubitak u USD
340	0	0	- 2.400	- 2.400
360	20	2.000	- 2.400	- 400
364	24	2.400	- 2.400	0
370	30	3.000	- 2.400	600
380	40	4.000	- 2.400	1.600
390	50	5.000	- 2.400	2.600
400	60	6.000	- 2.400	3.600
420	80	8.000	- 2.400	5.600

Izvor: Spears, L. D: “Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk”, Market-place Books, Columbija, Maryland, 1993., str. 43.

Da je “bankar” pogriješio i da je cijena zlata pala na 340 USD, on bi izgubio svoju investiciju. Ako cijena zlata dođe na 362 USD, on gubi samo 200 USD od ukupno 2.400 USD. Cijena zlata kojom se bankar pokriva jest 364 USD. Za svaki dolar porasta cijene zlata iznad te razine “bankar” će ostvariti profit. Ako zlato poraste za 8 USD po unci na 370 USD, bankar će profitirati za 600 USD i ostvariti povrat na uložena sredstva od 25 %. U slučaju da, prema očekivanjima, cijena zlata dosegne 400 USD, “bankar” će zaraditi 3.600 USD, tj. 150 % povrata na uložena sredstva.

Značajan broj špekulanata novopridošlica na burzi se, zbog izgleda velikih profita, povode za strategijom “kockara” i igrom na sve ili ništa. Ipak, dokazano je da je strategija “trgovca” najprihvatljivija najvećem broju ljudi. Stoga ćemo i sljedeće strategije objašnjavati samo pristupom trgovca.

Kupnja put opcije (“Buying a Put”)

Raspoloženje je špekulanta “medvjede”, on očekuje da će cijena roba kojima trguju pasti. Cilj je špekulanta ostvariti profit bez angažiranja značajnijeg kapitala. Rizik je ograničen na iznos premije koja se plaća unaprijed. Profit je neograničen toliko dugo dok pada terminska cijena robe na koju je napisana opcija.

Objašnjenje strategije: Ako cijena robe, a time i vrijednost terminskog ugovora, pada prema očekivanjima, ostvarit će se i očekivani profit. U slučaju da se očekivanja ne ostvare i cijena ostane na istoj razini (ili čak poraste), može se izgubiti dio ili cijela premija koja je plaćena. Više se od toga ne može izgubiti.

Ta strategija, kao i strategija broj 1, može se analizirati na primjeru sva tri psihološka profila špekulanata. Zbog rečenih razloga, mi ćemo razmotriti samo na primjeru “trgovca”.

Pretpostavimo da je kasni lipanj. Rujanskim terminskim ugovorima za srebno trguje se po 4,05 USD za uncu. Jedan ugovor je 5.000 unci (Tablica 4.).

Tablica 4.

PRIMJER STRATEGIJE S KUPNJOM PUT OPCIJE

Cijena srebra u USD	Premija put-a u USD	Vrijednost put-a u USD	Trošak u USD	Dobit/gubitak u USD
4,50	0	0	- 2.000	- 2.000
4,25	0	0	- 2.000	- 2.000
4,00	0	0	- 2.000	- 2.000
3,80	0,20	2.000	- 2.000	0
3,75	0,25	2.500	- 2.000	500
3,50	0,50	5.000	- 2.000	3.000
3,25	0,75	7.500	- 2.000	5.500
3,00	1,00	10.000	- 2.000	8.000

Izvor: Spears, L. D: “Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk”, Marketplace Books, Columbija, Maryland, 1993., str. 45.

“Trgovac” očekuje da će cijena srebra u idućem razdoblju pasti čak na 3,50 USD za uncu. Stoga zaključuje da mu najveće šanse za dobit pruža kupnja rujanskih put opcija. U to je voljan uložiti 2.000 USD. Rujanska 3,75 USD put opcija, koja je dosta izvan-novca, pruža najveći profitni potencijal. No, i rizik je previsok da bi ga “trgovac” prihvatio. Rujanska 4,25 USD put opcija, iako duboku u-novcu i s veoma malim rizikom, trgovcu se također ne čini prihvatljivom strategijom zbog premalog profitnog potencijala. Zato se on odlučuje za rujansku 4,00 USD put opciju s premijom od 20 centi po unci koja je samo 5 centi izvan-novca. Za ugovor plaća 1.000 USD (5.000 unci x 20 centi po unci). Budući da raspolaže sa 2.000 USD, trgovac kupuje 2 opcije.

Iz tablice 4. vidi se da se premije opcija prilikom isteka sastoje samo od iznosa za koliko su one u-novcu. Da bi “trgovac” zaradio, cijena srebra mora pasti ispod

3,80 USD, što znači 25 centi u odnosu na lipanj. Nakon te točke profit mu brzo raste pa će, ako cijena padne, kako je očekivao na 3,50 USD, “trgovac” ostvariti profit od 3.000 USD. To predstavlja 150 % povrata na investiciju. U slučaju da je “trgovac” pogriješio u procjeni i da su cijene rasle, on u svako doba prije isteka opcije može jednostavno prodati kupljene opcije i vratiti dio uloženog novca.

U trgovanju opcijama najteže je donošenje odluke u kojem se trenutku povući s tržišta. Ne postoji pravilo koje jednoznačno određuje odluke kada prodati kupljenu opciju. Najbolje je ocijeniti sve mogućnosti prije nego što se opcija kupi, zatim ocjenjivati poziciju svakodnevno, pa se, za vrijeme života opcije, strogo pridržavati zadanih i čvrstih ograničenja i na dobitnoj i na gubitnoj strani.

Prodaja nepokrivene call opcije (“Writing a Naked Call”)

Najčešći je cilj pisanja nepokrivene call opcije stvaranje novčanog priljeva u razdobljima u kojima je tržište stabilno, ali iako se čini da nije teško pronaći razdoblje stabilnih cijena u životu bilo kojeg terminskog ugovora, strategija pisanja nepokrivene call opcije veoma je rizična. Naime, s porastom terminske cijene robe proporcionalno raste i vrijednost opcije (i to gotovo jedan za jedan) od trenutka kada call opcija uđe u novac. Jamstvo za izvršenje obveza iz opcije jest maržni depozit koji se polaže (svaki put) kada se proda neka call opcija. Tako, u slučaju kada cijena ide protivno očekivanju i kada je potrebno više novca za ispunjenje tih obveza, može doći do maržnog poziva. A ako dođe do toga, onda se ili prihvaća gubitak ili se ulaže još novca.

Raspoloženje investitora neutralno je ili umjereno “medvjede”. On, dakle, očekuje da će cijena određenog terminskog ugovora ostati nepromijenjena ili da će malo pasti. Cilj je investitora ostvariti profit, unatoč tome što ocjenjuje da će u idućem razdoblju tržište biti stabilno. Rizik je neograničen u slučaju da cijena tog terminskog ugovora, za vrijeme trajanja opcije, znatno poraste. Vrijednost opcije i gubitak u tom će slučaju kontinuirano rasti. Profit je ograničen na iznos naplaćene premije.

Objašnjenje strategije: Ako cijena robe, kao i vrijednost terminskog ugovora, ostane na razini ili blizu udarne cijene call opcije, prodavatelj opcije ostvarit će profit. U slučaju da se situacija ne razvija prema očekivanjima i cijena krene drastično prema gore, prodavatelj opcije pretrpjet će gubitak jednak onome koji bi ostvario da je prodao terminski ugovor umanjeno za iznos primljene premije.

Pretpostavimo da je kasni lipanj. Rujanskim terminskim ugovorima za srebro trguju se po 4,05 USD za uncu. Jedan ugovor za srebro ima 5.000 unci. “Trgovac” pretpostavlja da će cijena srebra u sljedećem razdoblju biti stabilna. Budući da se u takvim uvjetima ne može ostvariti neki veći profit ni kupnjom put-a ni kupnjom call-a, “trgovac” se odlučuje za prodaju nepokrivene call opcije.

Recimo da je “trgovac” prodao call opciju na jedan rujanski ugovor uz 4,00 USD i da je za to primio premiju od 20 centi po unci, tj. ukupno 1.000 USD za cijeli ugovor (5.000 unci x 20 centi/unci). U tom slučaju “trgovca” ne brine to što će srebro pasti na 3,5 USD po unci, bitno mu je samo da cijena srebra ne poraste preko praga od 4 USD po unci.

Iz tablice 5. vidi se da je maksimalni profit za pisca opcije 1.000 USD, tj. iznos premije koju je dobio prodajom call opcije, bez obzira što se dogodilo s cijenom terminskog ugovora. Sa druge strane, gubitak pisca call opcije neograničen je tako dugo, dok terminska cijena raste. No, zaprimljena premija predstavlja određenu zaštitu od porasta cijene, tj. od gubitaka. Pisac opcije zaradit će na čitavoj transakciji na svakoj cijeni nižoj od 4,20 USD.

Tablica 5.

PRIMJER STRATEGIJE S PRODAJOM CALL OPCIJE

Cijena srebra u USD	Premija call-a u USD	Vrijednost call-a u USD	Premija u USD	Dobit/gubitak u USD
3,50	0	0	1.000	1.000
3,75	0	0	1.000	1.000
4,00	0	0	1.000	1.000
4,05	0,05	250	1.000	750
4,20	0,20	1.000	1.000	0
4,25	0,25	1.250	1.000	- 250
4,50	0,50	2.500	1.000	- 1.500
4,75	0,75	3.750	1.000	- 2.750

Izvor: Vukina, T. “Osnove trgovanja terminskim ugovorima i opcijama”, Infoinvest, Zagreb, 1996., str. 118.

Ako cijena srebra prijeđe razinu od 4.20 USD prodavatelj opcije morao bi tu opciju prebiti kupnjom identične opcije i tako prihvatiti gubitak dok je on još relativno mali.

Postoje još dvije važne činjenice koje bi pisac opcije morao imati na umu. Prva je činjenica da je pravo iskorištenja opcije pravo kupca a ne prodavatelja opcije. Druga je činjenica da kupac to svoje pravo može iskoristiti u bilo koje vrijeme do datuma isteka te opcije. U praksi se ipak rijetko događa da se opcija stvarno i iskoristi. Mnogo je češći slučaj da kupci opcija ostvaruju profite (ili gubitke) prodajom opcija identičnih onima koje su prvobitno kupili. Standardna su iznimka od toga pravila opcije duboko-u-novcu, koje će gotovo sigurno biti iskorištene

prije nego što isteknu, kada se vremenska vrijednost približi nuli ili nestane u cijelosti. Zbog toga bi svaki pisac opcije morao biti svjestan mogućnosti da kupac može iskoristiti kupljenu opciju. U tom bi slučaju prodavatelj morao zauzeti kratku poziciju na terminskom tržištu po udarnoj cijeni što, često, vuče za sobom značajan financijski gubitak.

Prodaja nepokrivene put opcije (“Writing a Naked Put”)

Raspoloženje investitora neutralno je ili blago “bikovsko”. On, dakle, očekuje da će cijena robe kojom trguje u idućem razdoblju ostati nepromijenjena ili će malo porasti. Cilj mu je ostvariti profit u uvjetima kada su cijene na tržištu stabilne. Rizik je neograničen sve dok cijena danog terminskog ugovora pada. Profit je ograničen na iznos premije za koju je opcija prodana.

Objašnjenje strategije: Ako cijena robe, kao i vrijednost terminskog ugovora, ostane nepromijenjena ili malo poraste u odnosu na udarnu cijenu iz put opcije, prodavatelj će opcije ostvariti profit. U slučaju da cijena padne, prodavatelj opcije pretrpjet će gubitak.

Pretpostavimo da je početak rujna. Terminski ugovori na zlato s isporukom u prosincu prodaju se po 362 USD za uncu. “Trgovac” očekuje da će u narednom razdoblju tržište zlata biti stabilno s tendencijom blagog porasta. Zbog toga “trgovac” prodaje put opciju na jedan ugovor za prosinac po 360 USD i uz premiju od 12 USD za uncu, tj. 1.200 USD ukupno za cijeli ugovor (100 unci x 12 USD unci) (Tablica 6.).

Tablica 6.

PRIMJER STRATEGIJE S PRODAJOM PUT OPCIJE

Cijena zlata u USD	Premija put-a u USD	Vrijednost put-a u USD	Premija u USD	Dobit/gubitak u USD
400	0	0	1.200	1.200
380	0	0	1.200	1.200
360	0	0	1.200	1.200
348	12	1.200	1.200	0
340	20	2.000	1.200	- 800
320	40	4.000	1.200	- 2.800
300	60	6.000	1.200	- 4.800

Izvor: Vukina, T.: “Osnove trgovanja terminskim ugovorima i opcijama”, Infoinvest, Zagreb, 1996., str. 119.

Tablica 6. pokazuje da je maksimalni profit koji pisac opcije može ostvariti jednak premiji i iznosi 1.200 USD. Maksimalni je gubitak za pisca opcije neograničen toliko dugo dok terminska cijena pada. Pisac opcije može zaraditi na svakoj transakciji koja se odvija po cijeni većoj od 348 USD, ali, ako cijena počne opadati i prijeđe razinu od 348 USD, pisac put opcije morao bi prebiti put opciju kupnjom identične put opcije.

To su bile jednostavne opcijske strategije. Naime, osim na opisane načine, opcijama se može trgovati i u kombinaciji s terminskim ugovorima, odnosno u kombinaciji sa drugim opcijama. U tom slučaju govorimo o složenim opcijskim strategijama, odnosno o rasponskim špekulacijama. U nastavku ćemo analizirati i kombinirane i rasponske špekulacije spread-a i straddle-a. Postoji nekoliko načina korištenja opcija u kombinaciji sa drugim opcijama. Neki nude mogućnost ogromnih povrata na uloženo, ali, uz velik rizik. Drugi, pak, zadovoljavaju potrebe najkonzervativnijih investitora.

Složene opcijske strategije

Kupnja ili prodaja opcija u kombinaciji s terminskim ugovorima nudi raznovrsne atraktivne strategije, uključivši i tehnike za realizaciju špekulativnih profita, ostvarenje priljeva novca, tehnike za ograničenje tržišnog rizika i sl. Opcije u kombinaciji sa drugim opcijama mogu stvoriti i tzv. spread⁹ ili kombinaciju pozicija koje su praktično oslobođene rizika. Sve te strategije mogu biti formirane i prema individualnom cilju špekulanta i prema stanju na tržištu.

Vertikalni bull spread ("The Vertical bull Spread")

Raspoloženje je investitora "bikovsko", investitor očekuje porast cijena. Cilj je profitirati na osnovi porasta cijena uz manji izdatak novca i uz točno određeni rizik. Rizik je u slučaju call opcija ograničen na neto iznos plaćene premije. U slučaju put opcija, rizik je ograničen na razliku između udarnih cijena dvije put opcije i iznosa primljene premije. Profit je u slučaju call opcija ograničen na razliku između udarnih cijena dvije call opcije i iznosa plaćene premije. U slučaju put opcija, profit je ograničen na neto iznos primljene premije.

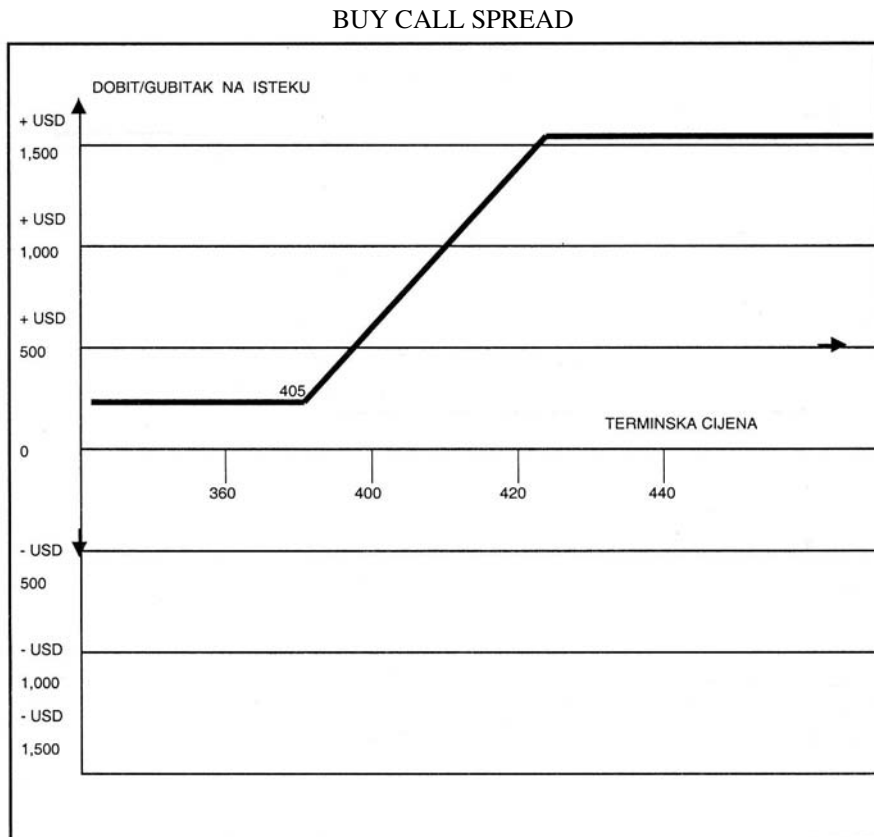
Objašnjenje strategije: U slučaju da cijene terminskih ugovora porastu, špekulant će iskoristiti call opciju a put opciju pustiti da istekne. Na taj će način ostvariti

⁹ Spread je strategija u kojoj se opcije istovremeno kupuju i prodaju za isti terminski ugovor. Datum isteka i udarne cijene mogu biti isti ili različiti.

profit iz call opcije, a izgubit će premiju kod put opcije. Cilj će biti ostvaren, ako je dobitak na call opciji veći od izgubljene premije na put opciji.

U primjeru prikazanome na slici 1. pretpostavlja se da je terminska cijena zlata za kolovoz oko 400 USD. Investitor kupuje kolovošku call opciju po 400 USD uz premiju od 12 USD po unci, tj. ukupno 1,200 USD za ugovor. Isto tako prodaje kolovošku 420 USD call opciju s premijom od 7 USD po unci (ukupno 700 USD) pa neto dug na premiju iznosi 5 USD po unci. Iz slike 1. vidi se da će investitor izgubiti sve, ako cijena ostane ispod 400 USD, a da će biti na nuli, ako cijena poraste na 405 USD (udarna cijena call opcije koju je kupio + 5 USD plaćene premije). Investitor će ostvariti maksimalni profit od 15 USD po unci, ako cijena poraste iznad 420 USD.

Slika 1.

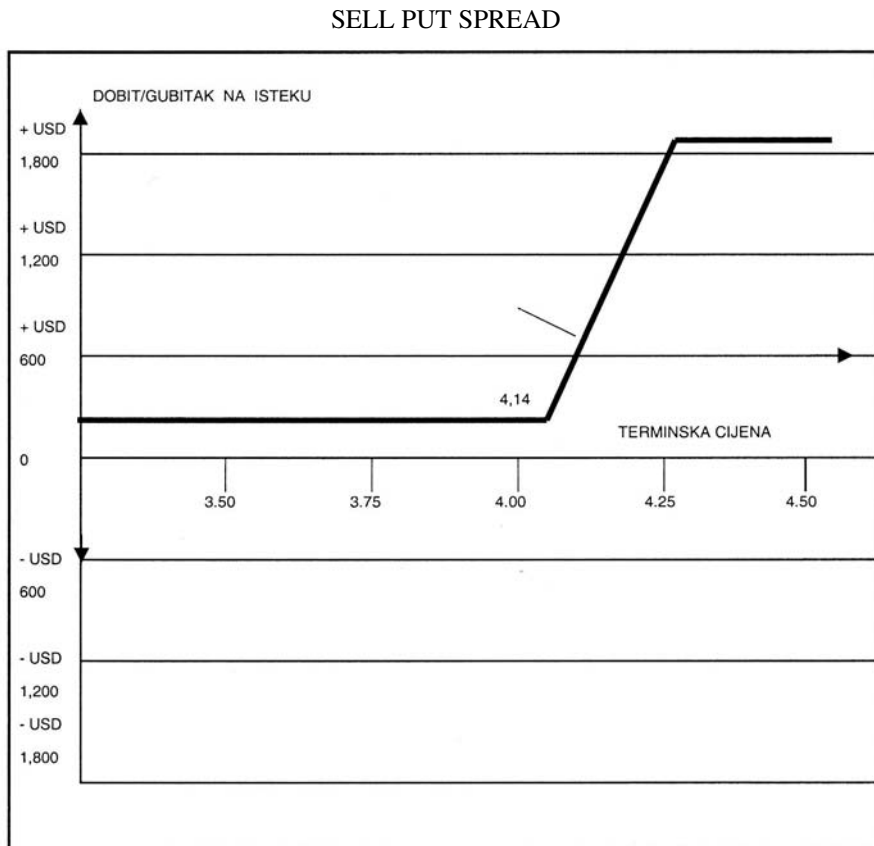


Izvor: Spears, L. D: "Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk", Marketplace Books, Columbija, Maryland, 1993., str. 59.

Pretpostavimo da je rujanska terminska cijena srebra 4 USD. Investitor prodaje rujansku put opciju od 4,50 USD, koja nosi premiju od 58 centi po unci, tj. ukupno 2,900 USD za ugovor (5,000 unci x 58 centi/unci) i kupuje rujansku 4 USD put opciju s premijom od 22 centa po unci, tj. 1.100 USD ukupno. U tom je slučaju investitor naplatio neto premiju od 36 centi po unci, tj. 1.800 USD ukupno na spread ugovor.

Iz slike 2. se vidi da će investitor izgubiti, ako terminska cijena srebra ostane ispod 4 USD po unci, a da će biti na nuli ako cijena poraste na 4,14 USD (udarna cijena call opcije koju je prodao - primljena premija). Investitor će ostvariti maksimalni profit, ako cijena terminskog ugovora prijeđe 4,50 USD o unci pustivši da i jedna i druga opcija istekne.

Slika 2.



Izvor: Spears, L. D: "Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk", Marketplace Books, Columbija, Maryland, 1993., str. 59.

Vertikalni bear spread ("The Vertical Bear Spread")

Raspoloženje je investitora "medvjede", tj. investitor pretpostavlja da će cijena robe i terminskog ugovora pasti. Cilj je ostvariti profit na osnovi pada cijena, uz manji izdatak novca i uz određen rizik. Rizik je u slučaju put opcija ograničen na neto iznos plaćene premije. U slučaju call opcija, rizik je ograničen na razliku između udarnih cijena dvije call opcije i iznosa zaprimljene premije.

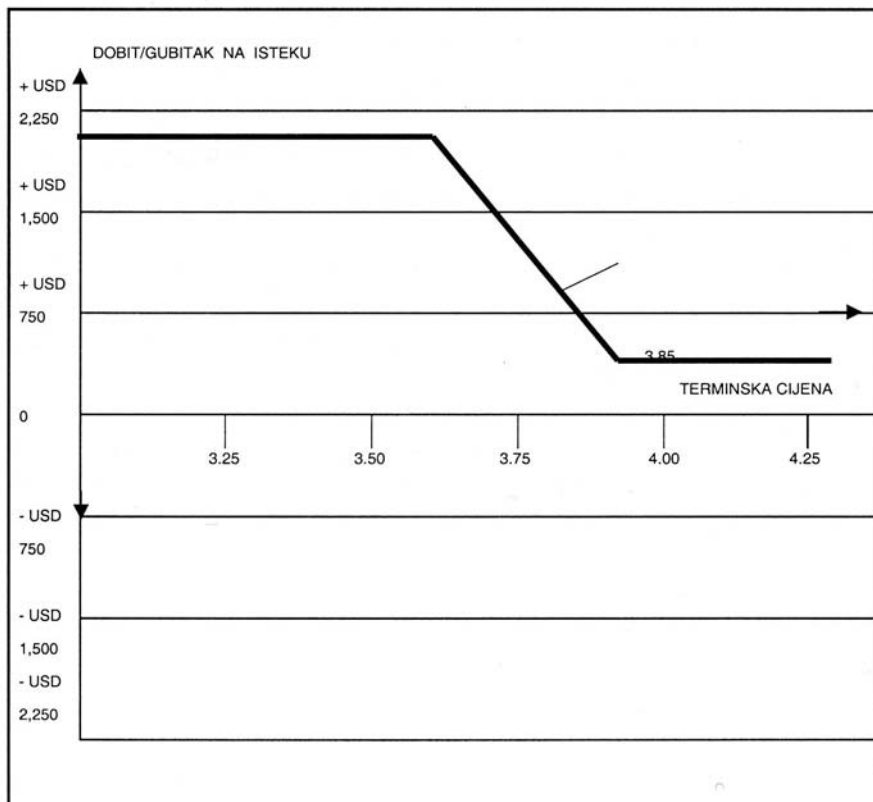
Profit je u slučaju put opcija ograničen na razliku između udarnih cijena dvije put opcije i iznosa plaćene premije. U slučaju call opcija, profit je ograničen na neto zaprimljenu premiju.

Objašnjenje strategije: U slučaju da terminske cijene budu padale, špekulant će iskoristiti put opciju i ostvariti profit na temelju razlike između udarne i terminske cijene, a call opciju pustit će da istekne i na njoj izgubiti plaćenu premiju. Konačan je rezultat razlika između spomenutog profita na putu i gubitka na callu.

Pretpostavimo da je rujanska terminska cijena srebra 4 USD. Investitor kupuje rujansku 4 USD put opciju s premijom od 30 centi po unci, tj. 1,500 USD ukupno i prodaje rujansku 3.50 USD put opciju s premijom od 15 centi po unci ili 750 USD ukupno. Neto dug iznosi 15 centi po unci, tj. 750 USD ukupno na spread ugovor.

Slika 3.

BUY PUT SPREAD

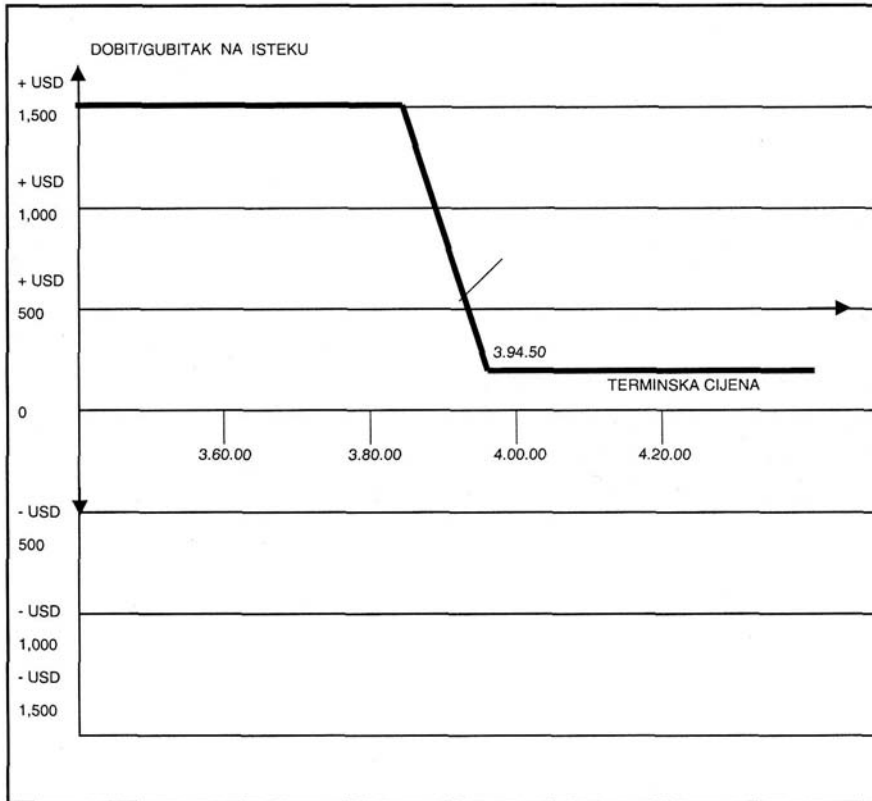


Izvor: Spears, L. D: "Commodity Options: Spectakular Profits with Limited Risk", Marketplace Books, Columbija, Maryland, 1993., str. 59.

Iz slike 3. očito je da će investitor izgubiti, ako terminska cijena ostane na ili iznad 4 USD po unci, biti na nuli, ako cijena padne na 3,85 USD, (Udarna cijena put opcije koju je kupio umanjena za plaćenu premiju od 15 centi), a maksimalni će profit od 1,750 USD ostvariti, ako cijena srebra padne ispod 3,50 USD.

Slika 4.

SELL CALL SPREAD



Izvor: Spears, L. D: "Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk", Marketplace Books, Columbia, Maryland, 1993., str. 59.

U primjeru prikazanom na slici 4. pretpostavljamo da je kolovoška terminska cijena zlata 400 USD. Investitor koji je raspoložen medvjede, prodaje kolovošku 380 USD call opciju po premiji od 26.50 USD, odnosno 2,650 USD ukupno, i za 400 USD kupuje call opciju za kolovoz po premiji od 12 USD po unci, tj. ukupno 1,200 USD. Investitor dobiva neto kredit od 14,50 USD po unci, tj. 1,450 USD ukupno na spread ugovor. Investitor gubi sve ako terminska cijena ostane na ili iznad 400 USD, ostaje na nuli ako cijena padne na 394,50 USD (udarna cijena call opcije koju je prodao + zaprimljena premija), a ostvaruje maksimalan profit, ako cijena zlata iz terminskog ugovora za kolovoz padne ispod 380 USD po unci. U tom će slučaju obje call opcije isteći neiskorištene.

Strategije u uvjetima stabilnih cijena

Sljedećim strategijama koriste se investitori koji očekuju stabilnost tržišta u idućem razdoblju, a nazivaju se straddle.¹⁰ Kod te vrste rasponskih špekulacija manji su profitni potencijali, ali je i rizik minimaliziran.

Selling a straddle ("Selling a Straddle")

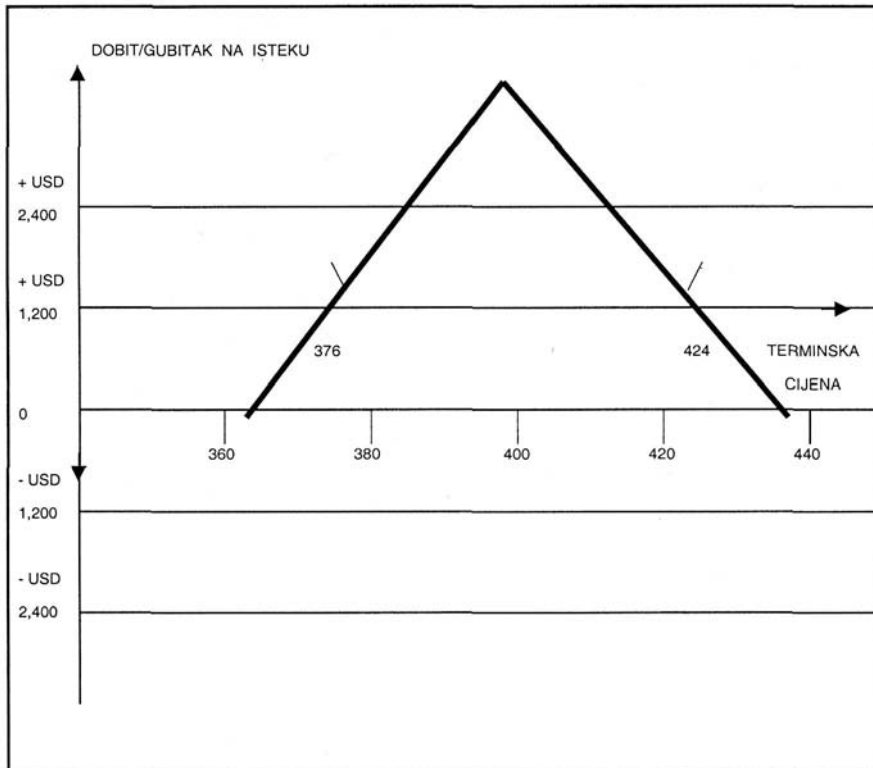
Raspoloženje je trgovca neutralno, očekuje da će cijena robe kojom trguje, kao i cijena terminskog ugovora, ostati relativno blizu sadašnje cijene, bez naglog porasta ili pada. Cilj je investitora ostvariti profit u uvjetima stabilnog tržišta. Rizik je neograničen. Ako se cijena terminskog ugovora pomakne izvan utvrđenih granica, investitor će gubiti novac sve dok se terminska cijena kreće izvan tih granica. Profit je ograničen na iznos primljene premije.

Objašnjenje strategije: Ako terminske cijene stvarno ostanu stabilne, investitor (prodavatelj put opcije) ostarit će profit u slučaju da kupac put opcije pusti da njegova opcija istekne. Ostvareni je profit jednak premiji (Slika 5.).

¹⁰ Straddle - pozicija u kojoj se kupuju ili prodaju i put i call opcije s istim udarnim cijenama i istim datumima isteka za isti terminski ugovor.

Slika 5.

SELL AT-THE-MONEY STRADDLE (NA-NOVCU)



Izvor: Spears, L. D: "Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk", Marketplace Books, Columbija, Maryland, 1993., str. 73.

Pretpostavimo da je rani srpanj i da su listopadski terminski ugovori za zlato po cijeni od 401 USD po unci. Investitor pretpostavlja da će tržište u idućem razdoblju biti stabilno, pa odlučuje upotrijebiti straddle strategiju. Trenutno se listopadska call opcija na udarnu cijenu od 400 USD prodaje uz premiju od 14 USD, a listopadska put opcija na udarnu cijenu od 400 USD put uz premiju od 10 USD.

Špekulant, dakle, prodaje listopadsku opciju na udarnu cijenu od 400 USD, naplaćujući premiju od 24 USD po unci, tj. 2,400 USD za cijelu poziciju. U tom je slučaju maksimalni profit investitora primljena premija, tj. 2,400 USD, ako je cijena listopadskog terminskog ugovora za zlato točno 400 USD po unci na dan isteka

opcije. Točke u kojima je investitor na nuli jesu: gornja je točka 424 USD (udarna cijena + zaprimljena premija), donja je točka 376 USD (udarna cijena - zaprimljena premija). Ako je listopadski terminski ugovor za zlato 390 USD u trenutku kad opcija istekne, call opcija istječe neiskorištena.

U trenutku isteka opcije put opcija istječe neiskorištena i investitor kupuje call opciju po 20 USD, ostvarujući 4 USD po unci zarade. U slučaju da terminska cijena prijeđe iznad 424 USD ili ispod 376, investitor će izgubiti novac, npr. ako je terminski ugovor na 360 USD, 400 USD call opcija će isteći neiskorištena, no investitor mora kupiti put opciju po 40 USD po unci. Tako će izgubiti 16 USD po unci, tj. 1,600 USD ukupno na straddle ugovor.

Buying a straddle ("Buying a Straddle")

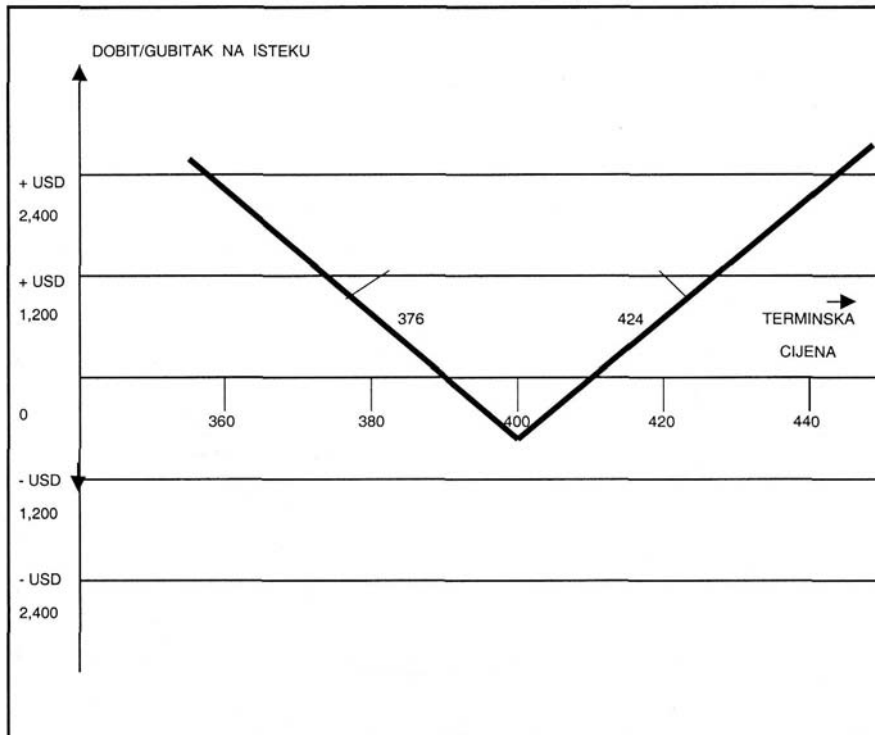
Stav je investitora da će cijena robe, jednako kao i terminskog ugovora, rasti i padati za vrijeme trajanja opcije, tj. da će se uspostaviti trend naglog porasta ili pada cijena. Cilj mu je ostvariti profit na osnovi očekivanih promjena cijene, bez obzira hoće li cijena rasti ili padati. Rizik je ograničen na iznos plaćene premije. Profit je neograničen. Ako se cijana terminskog ugovora pomakne izvan utvrđenih granica, pošto je plaćena premija, investitor će ostvarivati profit toliko dugo dok se terminska cijena kreće izvan tih granica.

Objašnjenje strategije: U slučaju da terminsko tržište bude stabilno, investitor (prodavatelj call opcije) će ostvariti zaradu u iznosu premije, jer će u tom slučaju kupac opcije pustiti da ona istekne.

Pretpostavimo da je rani srpanj i da je listopad terminski ugovor za zlato po cijeni od 401 USD po unci. Investitor očekuje da će tržište biti promjenljivo u idućih nekoliko mjeseci, pa kupuje straddle, plaćajući 14 USD za listopad 400 USD call opciju i 10 USD za listopad 400 USD put opciju, tj. 2,400 USD ukupno za straddle. (Investitor može kupiti i put i call opciju odvojeno.) Plaćajući 2,400 USD za straddle ugovor, investitor zna da će ostvariti maksimalni gubitak, ako terminska cijena bude 400 USD na dan isteka opcije. Točke u kojima je investitor na nuli jesu: gornja je točka 424 USD, a donja 376 USD. Svaka cijena veća ili manja od navedenih (424 USD i 376 USD), omogućuje investitoru da ostvari profit na dan isteka.

Slika 6.

BUY AT-THE-MONEY STRADDLE



Izvor: Spears L. D: "Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk", Market-place Books, Columbia, Maryland, 1993., str. 75.

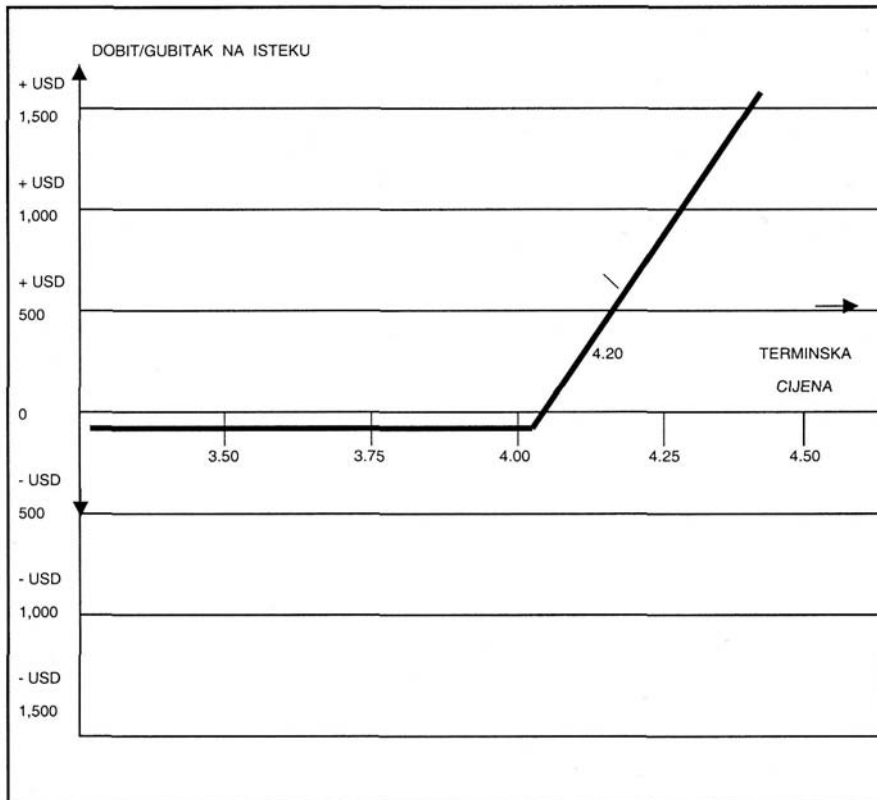
Prodaja pokrivena put opcije (Covered Put Purchase)

Stav je investitora ekstremno optimističan. Cilj mu je ostvariti profit na osnovi očekivanog porasta terminskih cijena i uz poznatu razinu rizika. Rizik je ograničen na gubitke vremenske vrijednosti opcije uvećane za iznos izvan-novca put opcije. Profit je neograničen. Naime, sve dok cijena terminskog ugovora raste, investitor ostvaruje profit koji se umanjuje samo za iznos plaćene premije za put opciju, koja služi kao osiguranje.

Objašnjenje strategije: Ukoliko terminske cijene budu rastle, investitor će kupiti terminski ugovor, a da bi limitirao rizik, kupit će i put opciju na isti taj ugovor. Iskorištenjem put opcije (prodajom), investitor će zauzeti kratku poziciju na terminskom tržištu. Budući da je prethodno bio dugi i da je iskoristio put opciju, njegove će pozicije biti zatvorene i na opcijskom i na terminskom tržištu. Profit je razlika između dobiti na terminskom i gubitka na opcijskom tržištu. Na slici 7. prikazan je dobit/gubitak kupljene pokrivene put opcije.

Slika 7.

KUPNJA POKRIVENE NA-NOVCU PUT OPCIJE



Izvor: Spears L. D: "Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk", Marketplace Books, Columbija, Maryland, 1993. str. 79.

Investitor kupuje terminski ugovor za srebro po 4,00 USD jednako kao i 4,00 USD put opciju za srebro s premijom od 20 centi po unci, tj. 1.000 USD ukupno za cijeli ugovor.

Maksimalni je gubitak na dan isteka 1.000 USD, za bilo koju cijenu nižu od 4,00 USD. Točka u kojoj je investitor na nuli jest cijena od 4,20 USD (cijena kupljenog terminskog ugovora + plaćena opcijska premija). Profitni potencijal iznad cijene od 4,20 USD neograničen je.

Kupnja pokrivena call opcije (“Covered Call purchase”)

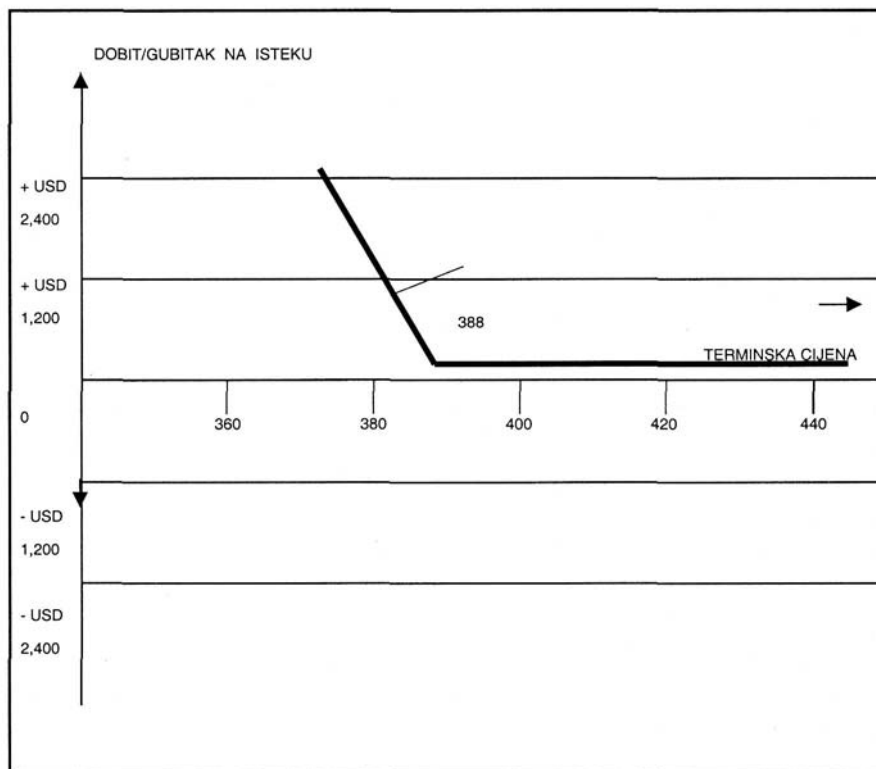
Stav je investitora ekstremno pesimističan, medvjedi. Cilj mu je zarada na osnovi očekivanog pada terminskih cijena i uz utvrđenu razinu rizika. Rizik je ograničen na gubitak vremenske vrijednosti opcije uvećane za iznos izvan-novca call opcije. Profit je neograničen sve dok cijena terminskog ugovora raste. Profit se umanjuje samo za iznos premije koju je investitor platio za call opciju koja služi kao osiguranje.

Objašnjenje strategije: ako terminske cijene budu padale, investitor će zauzeti kratku poziciju na terminskom tržištu, a da bi ograničio svoj rizik, on će kupiti call opciju za isti ugovor. Iskorištenjem call opcije investitor će zauzeti dugu poziciju na terminskom tržištu. Time je zatvorio svoje obveze i na opcijskom i na terminskom tržištu. Profit će biti razlika između rezultata na opcijskom i na terminskom tržištu.

Na slici 8. vidimo da investitor prodaje terminski ugovor za zlato po 400 USD po unci i kupuje 400 USD call opciju za zlato s premijom od 12 USD po unci. Maksimalni je gubitak investitora 1.200 USD, tj. iznos premije koji je platio za call opciju. Na svakoj terminskoj cijeni iznad 400 USD po unci investitor gubi novac na terminski ugovor, ali nadoknađuje taj gubitak preko vrijednosti call opcije. Na svakoj cijeni nižoj od 400 USD prodaja terminskog ugovora postaje profitabilna, a call opcija gubi svoju vrijednost. Cijena na kojoj je investitor na nuli jest 388 USD (cijena prodanog terminskog ugovora - iznos plaćene premije call opcije). Nakon toga, investitorov profit raste sve dok cijena terminskog ugovora pada.

Slika 8.

KUPNJA POKRIVENE NA-NOVCU CALL OPCIJE



Izvor: Spears L. D: "Commodity Options: Spectacular Profits with Limited Risk", Market-place Books, Columbija, Maryland, 1993., str. 80.

Opcije i terminski ugovori mogu se kombinirati na još nekoliko načina. Kao što se kreiraju sintetične straddle strategije za stabilna i promjenjiva tržišta, tako se mogu kombinirati i dvije opcije sa jednim terminskim ugovorom. Kojom ćete se strategijom koristiti ovisi o vašim potrebama i ciljevima.

Zaključak

Trgovina se kroz povijest razvijala od trampe (bartera) i promptnog trgovanja (spot, cash), preko budućeg tržišta (forward market) i terminskog trgovanja (futures market) do najsofisticiranijeg oblika trgovanja, trgovine opcijama na terminske ugovore.

Opcija je dvostrani ugovor između kupca i prodavatelja, koji kupcu daje pravo (ali ga ne obvezuje) da kupi ili proda dani terminski ugovor, po unaprijed određenoj udarnoj cijeni. Ako kupac ima pravo kupiti terminski ugovor po unaprijed specificiranoj (udarnoj) cijeni, onda govorimo o call opcijama. Ako, pak, kupac ima pravo prodati terminski ugovor po unaprijed specificiranoj cijeni, onda je riječ o put opcijama.

Tri su glavne karakteristike trgovanja opcijama. Prva je mogućnost izbora kupiti/prodati ili odustati. Druga je rok do kojega opcija vrijedi. Treća je cijena opcije koju nazivamo premijom.

Zbog različitih ciljeva, psiholoških profila, obrazovanja i poznavanja tržišta i tehnika trgovanja oni će primjenjivati i različite strategije, od najjednostavnijih do najsofisticiranijih.

Jednostavne su strategije rizičnije, daju mogućnost većih profita, ali i većih gubitaka. Složenije strategije, pak, omogućuju neograničene profitne potencijale uz unaprijed ograničen rizik. Uvjet za njihovu primjenu vrsna su i specijalistička poznavanja tehnika trgovanja na terminskim i opcijskim tržištima. Upravo su u tome i prednosti trgovanja opcijama na terminske ugovore u odnosu na izravno trgovanje takvim ugovorima.

Zemlje u tranziciji, a tako i naša zemlja, nemaju razvijenu tradiciju terminskog trgovanja, pa stoga nisu ni razvijena terminska tržišta na našem području¹¹. No, to nije ni prijeko potrebno. Umjesto toga, potrebno je usvojiti suvremena znanja i vještine terminskog trgovanja i koristeći se suvremenim komunikacijskim tehnologijama aktivno se uključiti u trgovinu na najrazvijenijim svjetskim burzama.

Na njima je frekvencija trgovanja i likvidnost mnogo veća, pa su stoga manji rizici i mnogo je jednostavnije zatvaranje početnih pozicija. Ako hrvatski gospodarski subjekti žele uspješno participirati na svjetskom tržištu, moraju se koristiti i sredstvima i znanjima koja su za to potrebna i koja im ono pruža.

¹¹ Više o tome vidjeti kod Matić, B.: "Posebni oblici financiranja vanjskotrgovinskih poslova u tranzicijskim gospodarstvima, Restrukturiranje gospodarstava u tranziciji", knjiga III., Ekonomski fakultet, Zagreb, 1995., str. 95-104.

LITERATURA:

1. *Andrijanić, I.*: “Poslovanje na robnim burzama”, Mikrorad, Zagreb, 1998.
2. *Braudel, B.*: “Igra razmjene”, August Cesarec, Zagreb, 1989.
3. *Catania, J. P.*: “Commodity trading manual”, CBOT, 1997.
4. *Lazibat, T.*: “Prednost trgovanja opcijama na terminske ugovore u odnosu na direktno trgovanje terminskim ugovorima”, *Ekonomski pregled*, 5-6, Zagreb, 2000.
5. *Matić, B.*: “Posebni oblici financiranja vanjskotrgovinskih poslova u tranzicijskim gospodarstvima, Restrukturiranje gospodarstava u tranziciji”, knjiga III. *Ekonomski fakultet*, Zagreb, 1995., str. 95-104.
6. *Spears, L.D.*: “Commodity Options: Spectacular Profits With Limited Risk”, Marketplace Books, Columbia, Maryland, 1993.
7. *Stockbridge, F.S.*: “Hedging Against Inflation”, Froser Publising Edition, Burglinton, 1994.
8. *Vukina, T.*: “Osnove trgovanja terminskim ugovorima i opcijama”, Infoinvest, Zagreb, 1996.
9. www.cme.com
10. www.csce.com
11. www.cbot.com
12. www.nyse.com

STRATEGIES OF OPTIONS TRADE ON FUTURE MARKET

Summary

The authors analyze options as the most recent invention of future market. They point out their unrestricted profit potential with restricted risk, and discuss the strategy of options trade. They start with simple strategies of purchase and sell of call and put option, continue with spread and straddle analysis, and end with analysis of strategies in which options are combined with current future contracts.