

MOGUĆNOSTI PRIMJENE TEHNIKA TERMINSKOG TRGOVANJA NA PODRUČJU TURIZMA

Ivo Šperanda¹

UDK/UDC: 336.76:338.48

JEL klasifikacija / JEL classification: L₈₁

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 18. studenog 2008 / November 18, 2008

Prihvaćeno za tisak/Accepted for publishing: 22. prosinca 2008/December 22, 2008

Sažetak

Proces uključivanja poduzeća u međunarodno poslovanje postao je neminovan i nezaustavljiv, međutim, zbog promjena čimbenika međunarodnog poslovanja, klasični oblici poslovnih odnosa više ne odgovaraju novonastalim prilikama i odnosima. Na novu dinamiku tržišnih odnosa i na sve veći stupanj rizika i nesigurnosti moderna poduzeća reagiraju strategijama osiguranja i podjele rizika. Članak predstavlja pokušaj ukazivanja na mogućnosti ublažavanja, ako već ne izbjegavanja, dijela rizika kojima su izvrnuta poduzeća iz turističke branše u Hrvatskoj. Naime, trgovanje terminskim ugovorima kao vrlo sofisticiran oblik međunarodne trgovine jedan je od najdinamičnijih oblika razmjene koji je u neprestanom zamahu (bez obzira na povremene posrtaje) od početka sedamdesetih godina prošlog stoljeća. Korištenje terminskih tržišta omogućava raznim poslovnim subjektima ostvarivanje brojnih prednosti među kojima se ističe neutralizacija i robnih i financijskih rizika u poslovanju. Nažalost, u Hrvatskoj terminska trgovina ne postoji, a i vrlo mali broj hrvatskih poduzeća sudjeluje na svjetskim burzama s takvim oblikom trgovine. S druge strane turizam, kao glavna pokretačka poluga našeg gospodarstva, ima dvije bitne karakteristike: izloženost raznovrsnim rizicima i nisku profitabilnost, što jasno ukazuje na visoku osjetljivost ove djelatnosti. Nagle i teško predvidljive promjene intervalutarnih tečajeva, cijena goriva, cijena prijevoza i sl. bitno utječu na krhke bilance naših (i ne samo naših) turističkih poduzeća.

U radu su ukratko opisane glavne strategije trgovanja na svjetskim terminskim tržištima i pokazano je na jednom hipotetskom primjeru turističkog aranžmana koje su sve prednosti i koristi hedginga kao glavne strategije zaštite od rizika.

¹ Mr. sc. Ivo Šperanda, financijski direktor, Dubrovačke ljetne igre, Dubrovnik,
E-mail: ivo.speranda@dubrovnik-festival.hr

Kao konačan zaključak i sukus ovog rada nameće se teza da bi hedging trebao prednjačiti u nužnim aktivnostima naših turističkih tvrtki na svjetskim terminskim tržištima.

Ključne riječi: terminsko trgovanje, turizam, tehnike terminskog trgovanja, terminsko tržište, terminski ugovori.

1. UVOD

Turizam kao specifična gospodarska djelatnost, ali istodobno i društveno-ekonomska pojava, vrlo je osjetljiv i kompleksan u svim svojim segmentima.

Turistička je potražnja u stalnom nepravilnom i skokovitom porastu i neprestanoj mijeni kroz čitavu svoju povijest, a danas su te mijene brže i nepredvidljivije no ikada. Turisti, odnosno svi konzumenti turističkih usluga žive u svijetu obilja kojeg karakterizira individualizam i vrlo velika mobilnost, što dovodi do stalnih i značajnih promjena u turističkoj tražnji. Da bi se adekvatno odgovorilo na izazove tržišta važna su dva elementa: vrijeme i novac. Naime, da bi neki subjekt na tržištu reagirao na promjene u tražnji potrebno je da ima dovoljno vremena za to i da istodobno ima dovoljno finacijskog potencijala. Ako se pridoda još i trend pada cijena turističkih usluga uz traženje stalnog povećanja kvalitetne usluge te teško predvidljivo kretanje intervalutarnih tečajeva, može se lako zaključiti da je turizam vrlo osjetljiva gospodarska djelatnost izložena mnogim rizicima.

O ulozi turizma u hrvatskom gospodarstvu najbolje govori podatak o cca. 22%-tnom učešću turizma u brutto domaćem proizvodu, te da u brojnim županijama, regijama i gradovima turizam predstavlja okosnicu razvoja.

Imajući na umu prethodno iznesene činjenice i podatke, kao i činjenicu da su „noseći stupovi“ turizma u Hrvatskoj turističko posredovanje i hotelijerstvo suočeni s dva temeljna poslovna problema: niska profitabilnost (turistički posrednici) i visoki fiksni troškovi uz niski koeficijent iskorištenosti kapaciteta (hoteli), što nužno problematizira prihvatljivu profitabilnost cjelokupnog posla.

Uvidajući sve spomenuto, čini se posve logično koristiti potencijale terminskih tržišta, da se barem jednim dijelom ukloni neizvjesnost i rizik poslovanja i poboljša finacijski efekt poslovanja. Mogućnostima i prednostima terminskog tržišta ne bi se trebali koristiti samo u turizmu već i u ostalim djelatnostima, u prvom redu brodogradnji, trgovini, građevinarstvu, prometu i sl.

Prilikom spominjanja zaštite na terminskim tržištima misli se u prvom redu na jednu od četiri temeljne strategije trgovanja na *hedging*. *Hedging* predstavlja postupak, ili preciznije, postupke trgovca na terminskom tržištu koji nastoje ukloniti ili smanjiti rizik gubitka do kojeg može doći na temelju promjena na tržištima. Jednostavno rečeno: ukoliko se želi eliminirati tečajni rizik (a zna se da su tečajne razlike veliki teret u bilancama naših turističkih tvrtki) izvoznik, a turističke tvrtke jesu specifični izvoznici, može svoj izvozni prihod u stranoj valuti unaprijed prodati za domaću valutu na temelju terminskog ugovora na dan sklapanja ugovora.

Važno je naglasiti da *hedgeri* tj. trgovci koji se koriste *hedgingom* koriste terminsko tržište za zaštitu od rizika naglog skoka ili pada cijena, a ne u špekulativne svrhe i ostvarenje visokih profita.

Dakle, promatra li se važnost turizma u našem gospodarstvu i sve njegove osobine (u prvom redu spomenute manjkavosti turizma) i s druge strane, ako se zna za postojanje metoda i puteva da se barem jedan dio problema ako ne potpuno ukloni, a onda barem značajno smanji, tada rad s ovom temom ima smisla.

Namjera nam je pokazati na mogućnosti primjene tehnika trgovanja na terminskim tržištima u hrvatskom turizmu (*hedginga* prvenstveno) i istaknuti prednosti i koristi koje bi korištenje tih tehnika moglo donijeti turističkom gospodarstvu u cjelini.

2. TERMINSKA TRŽIŠTA

Terminska su tržišta izrasla na temelju pokušaja proizvođača i drugih korisnika neke robe da izbjegnu nestabilnost robnih cijena. Jednostavni primjeri takvih tehnika mogli su se susresti na Burzi pamuka u Liverpoolu u kasnom 18. stoljeću: tu bi kupci i prodavači sklopili sporazum o cijeni, količini i mogućem datumu isporuke određene robe dok je ona bila još uvijek na moru. Uz pretpostavku da je dotični brod sretno stigao u luku do datuma isporuke i da je teret odgovarao specifikacijama kvalitete i kvantitete, sporazum o kojem je ranije ostavren dogovor izvršio bi se plaćanjem i preuzimanjem isporuke.²

Potpunu afirmaciju terminsko trgovanje postiže sredinom 19. stoljeća osnivanjem Chicago Board of Trade (CBOT), a nakon raspada zlatnog standarda i sustava fiksnih tečajeva 1971. godine terminsko se trgovanje ubrzano i nezaustavljivo razvija.

Terminski su poslovi ugovori, tj. zakonski obvezatni dogovori, sklopljeni na parketu burze za kupnju ili prodaju nečeg u budućnosti. Terminski su poslovi jako popularni na inozemnim burzama. Terminskim se ugovorima ipak najviše trguje na OTC tržištima između financijskih institucija ili financijskih institucija i njihovih klijenata. Jedna od stranaka u tom ugovoru zauzima dugu poziciju i pristaje na kupnju predmeta trgovanja na određeni datum u budućnosti, za određenu i unaprijed dogovorenu cijenu. Druga strana u terminskom poslu zauzima kratku poziciju i pristaje na prodaju određene imovine (financijske ili materijalne) na isti taj datum, za dogovorenu cijenu.

Terminska cijena je iskaz vrijednosti isporuke robe određene kvalitete, na određenoj lokaciji, u određeno vrijeme.³ Sva tri atributa (kvaliteta, mjesto, vrijeme) specificirani su terminskim ugovorom. Jedini kompetitivni element je cijena koja se dogovara na parketu burze. Roba isporučena u različito vrijeme vjerojatno će imati i različitu cijenu. Stoga, glavna funkcija terminskih tržišta nije da se na njima kupuje ili prodaje fizička roba, već je jedna od njihovih osnovnih zadaća formuliranje terminskih cijena, koje nisu ništa drugo nego buduće promptne cijene na dan isporuke ili dospjeća. Zato su terminska tržišta u slobodnom žargonu nazvana "prognozeri tržišta". S obzirom na međusobnu integraciju velike većine svjetskih burzi, transparentnost i cirkulaciju informacija, cijene obavljaju i funkciju prostornog povezivanja cijena na svjetskom tržištu. Terminske cijene razlikuje

² Foley B. J., *Tržišta kapitala*, Mate d.o.o., Zagreb 1993., str. 147-148.

³ Lazibat T., Kolaković M., *Međunarodno poslovanje u uvjetima globalizacije*, Sinergija, Zagreb, 2004., str. 214.

se po mjesecima isporuke. Što je dalji mjesec isporuke, to je veća terminska cijena. Razlog tomu su troškovi skladištenja robe. Najvažnija karakteristika terminskih i trenutanih cijena je da se, po pravilu, kreću u istom smjeru.

Cijene za terminske poslove, kao i za sve vrste trgovanja u uvjetima *laizes faire*, određuju kupci i prodavatelji, tj. ponuda i potražnja za robama i uslugama. Cijene su određene onim koliko je netko voljan platiti za ponudeni proizvod.

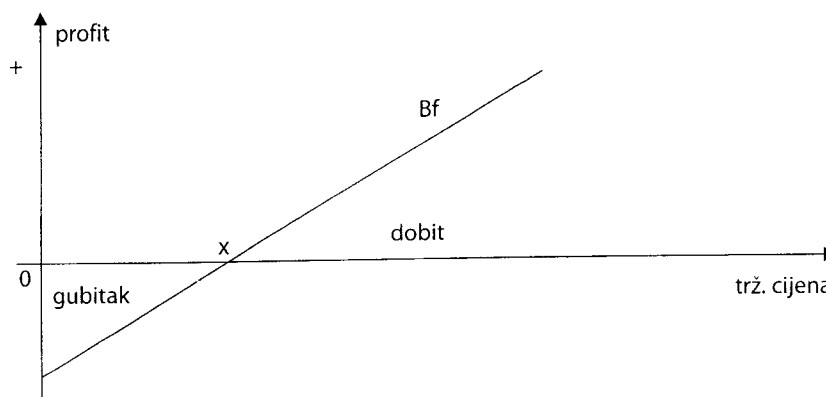
Na hrvatskom financijskom tržištu gotovo da nema trgovanja futuresima i opcijama budući da je to tržište nedovoljno razvijeno i u svojim počecima (mala likvidnost, mali broj sudionika, mala kapitalizacija) tako da domaći trgovci strategije o kojima ćemo govoriti, mogu primijeniti tek na međunarodnim financijskim tržištima.

Danas se u svijetu dnevno trguje naftom tri puta više nego što se proizvede nafte u jednom danu.⁴ Uzrok tolikom rastu obujma trgovine leži u uvođenju financijskih izvedenica kao što su futures ugovori i opcije koje služe uglavnom za pogađanje kretanja cijena predmeta na koji glase. Drugim riječima, burze su danas postale velike "kladionice" gdje se sudionici klade na rast ili pad cijena podloge. Najznačajnija funkcija terminskih tržišta je špekuliranje, a druga osnovna funkcija je *hedging*, odnosno zaštita od rizika promjene.

2.1 Kupnja i prodaja terminskih ugovora

Kupnjom terminskih (*futures*) ugovora (Slika 1.) kupac je stekao obvezu na kupnju neke robe, (npr. soja, nafta, zlato, devize i sl.) na određeni dan u budućnosti po cijeni X. Kako je bikovski (optimistično) raspoložen te je zauzeo dugu poziciju, on očekuje da će cijena robe rasti i da će na dan dospijeća biti veća od cijene X po kojoj je on kupio ugovor. Područje desno od cijene X je područje potencijalne dobiti, ukoliko je špekulant pogodio smjer kretanja cijene robe P, a potencijalni gubitak je područje lijevo od cijene X.

Slika 1: Kupovina terminskog ugovora

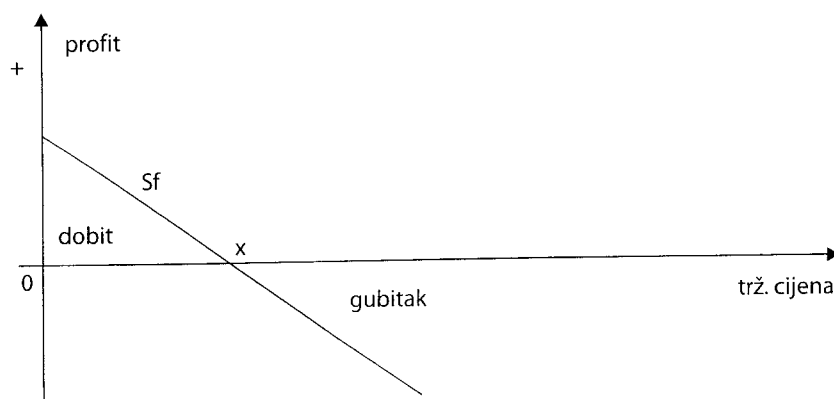


⁴ Šimović, H. čl., *Strategije trgovanja futures ugovorima i opcijama na terminskim tržištima*, *Suvremeno poduzetništvo* br.11/2003.

Kada investitor prodaje *futures* ugovor (Slika 2), on zauzima kratku poziciju. Raspoloženje je „medvjede“ (pesimistično) i on očekuje da će cijena robe padati, odnosno biti niža na dan dospijeca od dogovorene *futures* ugovorom. Prodavatelj može ili ne mora posjedovati robu na koju *futures* glasi. Najčešći je slučaj da je ne posjeduje te da zatvara pozicije prije dospijeca *futures* ugovora.

Ove dvije strategije mogu se koristiti i za špekuliranje i za **hedging** ukoliko se štitimo od pada vrijednosti naše robe. Ako fizički posjedujemo robu i želimo se zaštititi od pada njene vrijednosti, svakako je dobro prodati terminski (*futures*) ugovor, jer će dobitak u *futures* transakciji kompenzirati gubitak zbog pada vrijednosti robe na spot tržištu.

Slika 2: Prodaja terminskog ugovora



2. 2. Strategije trgovanja na terminskom tržištu

Strategije trgovanja na terminskom tržištu možemo podijeliti na:⁵

- špekulacije (jednostrane i rasponske)
- arbitražu
- *hedging*
- trgovanje opcijama na terminske ugovore

2.2.1. Jednostrane špekulacije

Jednostrana špekulacija podrazumijeva zauzimanje tzv. duge ili kratke pozicije na terminskom tržištu. Zauzeti dugu poziciju na terminskom tržištu u burzovnom žargonu znači kupiti terminski ugovor. Špekulanti koji kupuju terminski ugovor očekuju porast

⁵ Lazibat-Brizar-Baković: *Burzovno poslovanje –terminska trgovina*, Znanstvena Knjiga d.o.o., Zagreb, 2007.str. 24

terminskih cijena. Oni su poznati pod nazivom "bikovi" ili "hosisti". Ako terminske cijene porastu, oni će svoju početnu dugu poziciju zatvoriti po višoj cijeni i tako će ostvariti dobit.

Zauzeti kratku poziciju na terminskom tržištu znači prodati terminski ugovor. Špekulanti koji zauzimaju kratku poziciju očekuju pad terminskih cijena jer jedino tako mogu ostvariti dobit s obzirom na to da svoju kratku poziciju zatvaraju po nižoj terminskoj cijeni. Oni su poznati pod nazivom "medvjedi" ili "besisti". Pri jednostranim špekulacijama dobit se ostvaruje jedino ako se pravilno procjeni smjer kretanja cijena. Ako se smjer kretanja krivo procijeni doći će do gubitka.

2.2.2. Rasponske špekulacije ili spread

Ova strategija trgovanja pozicijskog špekulanta pripada manje rizičnima. Istodobno se zauzimaju dvije ili više suprotnih terminskih pozicija u istoj robi (ili nekoj drugoj podlozi), ali s različitim mjesecima isporuke ili dospijeca, u istoj robi ali na različitim terminskim tržištima, ili u međusobno supstitutivnoj robi. Na taj način na jednom polju gubimo, a na drugom dobivamo i ostvarujemo dobit. Presudno je da ostvarujemo veću dobit nego gubitak kako bi naše poslovanje na ovaj način imalo smisla.

Uobičajena je podjela na:

1. unutar-robni raspon (intra - commodity spread)-ova se strategija *spread* trgovanja temelji na relativnom odnosu cijena iste robe s različitim rokovima isporuke.
2. među-robni raspon (inter - commodity spread)- temelji se na relativnom odnosu različitih, ali međusobno povezanih roba;
3. među-tržišni spread špekulant zauzima istovremeno dugu i kratku poziciju za istu robu i za isti mjesec isporuke, ali na dvije različite burze;
4. raspon (spread) između robe i njenog proizvoda-spread obavlja se na istoj burzi i za isti termin isporuke. Posebnost je u tome što se s jedne strane nalazi roba kao npr. soja, a s druge je strane njen proizvod kao npr. sojino ulje.

U slučaju kada zauzimamo više od dvije suprotne terminske pozicije kaže se da se radi o butterfly spreadu. Pozicije se mogu zauzimati kako za robe, tako i za financijske instrumente, obveznice, dionice i sl.

2.2.3. Arbitraža

Pod arbitražom podrazumijevamo strategiju simultane kupnje ili prodaje ugovora na različitim tržištima koja pruža mogućnost ostvarivanja sigurnog profita bez rizičnog investiranja. Pojavljuje se kada je razlika terminskih cijena između dva mjeseca isporuke dovoljno velika da pokriva sve troškove robe te se zauzete početne terminske pozicije zatvaraju fizičkim isporukama robe, a ne prebijanjem.

2.2.4. Hedging

U današnjem svijetu, kako realnom tako i finacijskom, gotovo da ništa nije sigurno. Kako se u društvima mijenjaju vlade, dolazi do kolapsa financijskog i realnog ustroja nekih

zemalja, prirodnih katastrofa, tako sve te političke i društvene mijene utječu na cijene raznih instrumenata i roba na tržištima diljem svijeta.

Jedan od učinkovitih i naširoko primjenjivanih instrumenata osiguranja od takvih i sličnih promjena cijena je *hedging*. *Hedging* su razvili suvremeni trgovci i manageri koji su morali doskočiti velikim gubicima. Globalno trgovanje, liberalizacija gotovo svih privreda svijeta i sve raskošnija lepeza mogućnosti trgovanja na terminskim tržištima doveli su do *hedgiranja* i povećanja konkurentskih pozicija gotovo svih globalno velikih tvrtki.

Hedging se sastoji od dva koraka: inicijalne pozicije koja pretpostavlja kupnju ili prodaju terminskog ugovora (zavisno o potrebi) i izravanjem te inicijalne pozicije kupovinom ili prodajom istovjetnog ugovora ali suprotnog predznaka po smjeru.

Hedging je proces zaštite od rizika promjene vrijednosti ili cijene određene imovine odnosno predmeta trgovanja.⁶ Trgovci koji se koriste *hedgingom* nazivaju se *hedgeri*. Oni rabe terminsko tržište za zaštitu od rizika skoka ili pada cijena kako bi spriječili gubitak, a ne primarno za špekuliranje odnosno ostvarivanje profita.

Hedgeri su pojedinci ili kompanije koje posjeduju ili će posjedovati fizičku (promptnu) robu, a strahuju da bi se cijena robe mogla promijeniti prije nego je kupe ili prodaju. *Hedging* funkcionira na isti način i na financijskim tržištima. U slučaju da se cijene ne budu kretale prema želji *hedgera*, gubitak će na njegovoj terminskoj poziciji više ili manje nadoknaditi zarada ostvarena na promptnom tržištu. *Hedging* funkcionira isključivo zato što promjene terminskih cijena automatski uzrokuju promjene promptnih cijena.

Trgovac koji trguje na terminskom tržištu *hedging* koristi na način da zauzima poziciju na terminskom tržištu koja je po veličini ista (osim neuravnoteženog *hedginga*), a po smjeru suprotna od pozicije koju drži na spot tržištu. Na taj je način gubitak na jednom tržištu kompenziran dobitkom na drugom. Postoji izraz da je investitor osiguravajući se od rizika *hedgiranjem* osigurao i od dobitka. To je u krajnjoj mjeri i istina, ali trgovci koji koriste *hedging* najčešće i nisu špekulanti koji žele zaraditi riskirajući, već stvarni proizvođači koji posjeduju ili žele posjedovati robu i na njoj kupoprodaji zaraditi, a *hedging* im koristi samo kao sredstvo osiguranja cijene za tu kupoprodaju.

Najbolja pretpostavka za uvođenje *hedginga* u sustav trgovanja na terminskim tržištima je konvergencija spot i terminske cijene kako se približava dan dospijeca terminskog ugovora. Tako je na taj dan isporuke spot cijena jednaka terminskoj i obratno. Imajući sve te pretpostavke na umu postoje tri vrste *hedginga* koje se najčešće koriste u praksi:

- dugi *hedging* - omogućuje tvrtkama koje planiraju kupnju neke robe u budućnosti da fiksiraju kupovnu cijenu;
- kratki *hedging* - svrha je osiguravanje prodajne cijene i
- unakrsni *hedging* - strategija trgovanja koja uspostavlja hedge odnos spot i terminske cijene dvije različite robe. Dinamika jedne robe prati dinamiku kretanja cijene druge robe pa se stoga i upotrebljava.

⁶ <http://www.forexcroatia.hr/prezent/Financijskelzvedenice.ppt>

Postoji i primjer kada veličina ugovora ili pozicije koju trgovac zauzima na spot tržištu nije istovjetna onoj na terminskom tržištu. Tada govorimo o neuravnoteženom *hedgingu* koji ne eliminira rizik u potpunosti. Zbog toga se ovaj tip *hedginga* i ne smatra pravim, već se više svrstava u spekulativne poslove.

2.2.4.1. Kratki hedging

Kratki *hedging* kao instrument osiguranja od rizika koriste oni koji uzgajaju, skladište ili distribuiraju stvarnu robu. Ovaj *hedging* pokriva rizik da će se vrijednost neprodane robe smanjiti, ako cijene padnu. Proizvođač najprije na terminskom tržištu zaključuje transakciju kojom prodaje tu robu na termin (dok cijene nisu pale), namjeravajući to kasnije nadoknaditi terminskom kupovinom (kad cijene već padnu).

Zaradom na terminskom tržištu proizvođač najčešće izravna gubitak nastao zbog uskladištene robe ili još nedozrele poljoprivredne robe. U slučaju da je pogriješio smjer kretanja cijena i one umjesto pada počnu rasti, tada raste vrijednost njegovih zaliha.

Nasuprot tome spot poslu, u ovom slučaju on gubi na terminskoj transakciji i rezultat je opet negdje oko nule. Pravila o trgovanju i *hedgiranju* robnih ugovora funkcioniraju istovjetno trgovanju s financijskim instrumentima.

2.2.4.2. Dugi hedging

Izvoznik će u modernom svijetu trgovanja umjesto tradicionalnog načina poslovanja povezati spot i terminsko poslovanje. Koristeći strategiju dugog *hedginga*, izvoznik će kupiti terminski ugovor koji dospijeva u nekom vremenu u budućnosti i glasi na dogovorenu količinu neke robe. Kada prođe dogovoreni rok, izvoznik će kontraoperacijom zatvoriti svoju poziciju na terminskom tržištu, a na spot tržištu će kupiti potrebnu količinu i isporučiti je po ranije dogovorenoj cijeni.

Ovakvom kombinacijom spot i terminskog tržišta, izvoznik se osigurao od gubitka, a vjerojatno i od dobitka. Njemu nije bitna informacija na kojem je tržištu bio pozitivan, a na kojem je gubio. Ono što je naš izvoznik planirao i postigao jest da se ogradio u potpunosti od rizika promjene cijena na spot tržištu.

2.2.4.3 Unakrsni hedging

Unakrsni *hedge* može biti strategija koja počinje dugom ili kratkom pozicijom. Bit cijele strategije po kojoj se unakrsni *hedging* razlikuje od ostalih vrsta jest u činjenici da se terminska pozicija zauzima u robi kojom se ne trguje na terminskim tržištima, a ona prati dinamiku robe koja je kotirana na burzama. Primjeri toga su riblje brašno koje nije predmet trgovine na burzama i sojino brašno kojim se trguje.

Pojedinci se *hedgiranjem* ne zaštićuju od svih rizika koji objektivno postoje na tržištu, već samo od onih najvažnijih. *Hedging* znatno smanjuje rizik promjene cijena, a za ostale rizike trgovci svakodnevno traže i pronalaze druge instrumente.

Na kraju, možda bi bilo prikladno nešto napomenuti o samom značenju termina *hedging* koji dolazi izravno iz engleskog jezika (to hedge = zaštititi; osigurati) i ulavnom se udomaćio u hrvatskom jeziku u dva oblika i to kao: *hedging* ili kao *hedžing*.

Bilo je nespretnih pokušaja prijevoda na hrvatski živica, živičari⁷ ali takvi termini nisu zaživjeli osim u ponekim knjigama⁸.

2.2.5. Opcije

Opcije su također izvedeni instrumenti, to znači da su opcijska vrijednost i ostale trgovinske karakteristike vezane za opciju vezane za imovinu na kojoj se ona temelji.⁹ Trgovanje opcijama na terminske ugovore najsofisticiraniji je oblik trgovanja, a nastao je 80-ih godina 20. st. na burzama SAD-a. Danas se trguje opcijama na sve terminske ugovore i na svim terminskim tržištima.

Opcije se nalaze svuda oko nas, skrivene u komercijalnim ugovorima i kupoprodajnim transakcijama, koje, naizgled nemaju nikakve veze sa svijetom financija. Opcije predstavljaju drugu veliku grupu financijskih derivata, odnosno izvedenih vrijednosnih papira.¹⁰ U široj financijskoj praksi prisutno je uvjerenje prema kojemu svaki ugovor koji jednoj od ugovorenih strana daje pravo da nešto kupi ili proda naziva opcijama. Međutim, ovakvo shvaćanje ne mora biti uvijek ispravno, jer opcije ne posjeduju sve elemente klasičnog ugovora. Za opcije je karakteristično da imaju pravnu moć da se izvrše burzovne transakcije, ali bez obveze da se opcije moraju izvršiti. Opcije su, dakle, specifičan tip financijskih derivata koje odražavaju određena "kontingentna" prava s obzirom na to da su plaćanja zavisna od vjerojatnosti odigravanja određenih događaja u budućnosti. Odnosi prilikom emisije opcija se reguliraju specifičnim sporazumom - opcijskim sporazumom, u kome se kupcu opcije - njenom vlasniku - daje pravo da kupi ili proda određenu aktivu po fiksnoj cijeni u okviru određenog vremenskog razdoblja i po ugovorenoj cijeni.

Aktiva na kojoj počivaju opcije odnosi se na: akcije, indekse akcija, inozemne valute, obveznice, burzovne proizvode, *futures* ugovore. Cijena po kojoj se stječe pravo, odnosno cijena koja se plaća za opciju naziva se premija. Cijena u ugovoru zove se izvršnom cijenom ili *strike price*.

3. MOGUĆNOSTI PRIMJENE NA PODRUČJU TURIZMA

Turizam kao gospodarska djelatnost vrlo je propulzivna, ali i vrlo rizična privredna grana, te slijedom toga i izložena rizicima različitih vrsta. Izloženost rizicima kao i veći stupanj neizvjesnosti sve je izraženiji kako se povećava stupanj globalizacije svjetskog, pa i hrvatskog gospodarstva.

⁷ Vukina T., *Osnove trgovanja terminskim ugovorima i opcijama*, Infoinvest, Zagreb, 1996.

⁸ Vidjeti: Orsag, S., *Izvedenice*, HUFA, Zagreb, 2006

⁹ CBOE Options Institute., *Options: Essential Concepts and Trading Strategies*, 3ed, McGraw Hill, 1999, str. 19.

¹⁰ <http://www.investopedia.com/university/options/>

U prvom redu, nužno je precizno definirati pojmovne razlike između rizika i neizvjesnosti, jer se često u praksi ta dva pojma miješaju ili se tretiraju kao istoznačnice.

Rizik se može definirati kao poznavanje nekog stanja u kojem svaka odluka može imati za posljedicu niz određenih rezultata. Pritom se svaki rezultat može ostvariti s vjerojatnošću poznatoj donositelju-ima odluke.¹¹

Rizik se, prema tome, može smatrati kvantitativnim mjerenjem nekog rezultata, odnosno posljedice, takvog kao što je gubitak ili dobitak, na način da se vjerojatnost rezultata može predvidjeti. Iz prethodnog proizlazi da je suština pojma rizika mjerenje i predviđanje.

Neizvjesnost se može definirati kao poznavanje nekog stanja, gdje se kao rezultat jedne odluke može pojaviti više različitih rezultata, s tim da su vjerojatnosti za pojedine rezultate nepoznate¹². Za razliku od rizika, neizvjesnost nije objektivna i ne sadrži potpuno znanje o alternativama. Neizvjesnost je više subjektivni (misli se na pojedinu tvrtku ili granu gospodarstva) fenomen, a osnovni razlog tome je - ili nedostatak znanja, ili nedostatak adekvatnih podataka ili, češće, oboje u raznim omjerima. između spomenuta dva pojma postoje značajne razlike.

Što se rizika tiče, u teoriji i praksi postoje dva temeljna načina utvrđivanja poslovnog rizika. Prvi način je apriorni, odnosno deduktivni, a drugi način je aposteriorni, tj. rizik se utvrđuje na temelju empirijskih mjerenja.

Budući da su po svom značenju očekivanja subjektivna, postoje stupnjevi neizvjesnosti, tako da je posve realno da svaka tvrtka može razmatrati isti događaj, situaciju i sl., a da se mogu značajno razlikovati u ocjeni budućih posljedica nekog događaja. Razlog tomu leži u nedostatku potrebnog znanja i vještina (alata) ili u nedostaku adekvatnih podataka.

Jedna od glavnih i najznačajnih korisnosti trgovanja na terminskom tržištu je ta da omogućuje „transfer rizika“ s jedne na drugu stranku i veliku fleksibilnost. Pored toga, primarna ekonomska funkcija terminskih tržišta i jest upravljanje cjenovnim rizikom pri čemu je najučestalija strategija trgovanja – *hedging*.

Dobar bi primjer bio sljedeći:

Neka tvrtka iz turističke branše (hotel, agencija) uzela je kredit kod banke uz uobičajenu promjenjivu kamatnu stopu za pripremu turističke sezone ili dugoročni kredit za ulaganja u sredstva, odnosno poboljšanje turističkih kapaciteta. Ta je tvrtka izložena izrazitom riziku u poslovanju zbog dva osnovna razloga:

- nemogućnosti preciznog predviđanja kretanja kamatnih stopa i
- neizvjesnosti glede ostvarenja budućih prihoda tvrtke.

Ukoliko bi se u budućnosti dogodilo da dođe do porasta kamatnih stopa i istovremenog pada turističkog prometa, izvjesno je da bi se tvrtka, bez obzira na njenu

¹¹ Jurković P. (redakcija): *Poslovne financije*, (II izdanje), Narodne novine, Zagreb, 1984. str.218.

¹² Isti izvor kao pod 10, str.218.

stabilnost i fleksibilnost, našla u velikim financijskim problemima. Da bi se izbjegla ovakva situacija, te da bi se kamatna stopa fiksirala, tvrtka može s investicijskom bankom napraviti *swap* tj. zamjenu varijabilne s fiksnom kamatnom stopom, te na taj način eliminirati mogućnost da se nađe u prethodno opisanom nezavidnom financijskom položaju.

Sljedeći hipotetski primjer iste tvrtke iz prethodnog primjera mogao bi biti:

Tvrtka, kao i velika većina tvrtki u turizmu, ostvaruje prihode u različitim valutama (EUR, USD, YEN,..... itd.) u dosta velikom vremenskom rasponu (*time-lag*) od trenutka ugovaranja usluge i fiksiranja njene cijene do realizacije plaćanja (u prosjeku 10 do 12 mjeseci), uz istovremenu realizaciju troškova u domaćoj valuti (HRK).

Očigledno se tvrtka suočava s neizvjesnošću kretanja intervalutarnih tečajeva u dosta dugom vremenskom razdoblju i vrlo je izvjesno da će imati gubitke „na tečajnim razlikama“. Ukoliko pretpostavimo da je tvrtka zadužena, a nije napravila *swap* tada se doista nalazi u vrlo nezavidnom financijskom položaju. U ovom slučaju prikladna strategija za zaštitu od kolebanja intervalutarnih tečajeva je *hedging*.

Sama bit ove strategije je u tome da trgovac (u našem slučaju tvrtka) zauzima poziciju na terminskom tržištu koja je po veličini i obujmu ista (osim kod neuravnoteženog *hedginga*), a po smjeru upravo suprotna od pozicije koju drži na *spot* tržištu. Na ovaj način gubitak na jednom tržištu kompenziran je dobitkom na drugom, tako da je ova strategija lišena špekulativnosti i služi uglavnom za zaštitu i osiguranje od rizika.

U suvremenoj ekonomiji jednostavno ne postoji način kojim bi u potpunosti izbjegli skokovite promjene cijena ili kamatnih stopa. Međutim, korištenjem *hedginga* na terminskim tržištima možemo značajno umanjiti rizik od neželjenih cjenovnih udara. Premda je tehnika terminskog trgovanja i mehanizam funkcioniranja terminskog tržišta identičan bez obzira na to trgovali realnom (nafta, soja, zlato....) ili financijskom (valute, burzovni indeksi....) robom ili pak uslugom (transportni kapaciteti, skladištenje....), uspješne tehnike i oblici primjene *hedginga* u banci, investicijskom fondu, brodogradilištu, lancu hotela, turističkoj agenciji i sl. iziskuju i neka specijalistička znanja i dobro poznavanje tehnika fundamentalne i tehničke analize tržišta.

Dakle, kao što je razvidno iz prethodno iznesenog, turističke tvrtke ne samo da mogu, već i moraju koristiti mogućnosti i prednosti koje pruža terminsko tržište, u prvom redu radi zaštite i povećanja stupnja sigurnosti poslovanja, ali i radi što bržeg i kvalitetnijeg uključivanja u globalne tijekove.

No, valja upozoriti da je predispozicija trgovanja na terminskim tržištima da se znaju i poštuju pravila i zakonitosti trgovanja. U suprotnom, događa se da situacija izmakne kontroli što može dovesti do katastrofalnih posljedica i stravičnih gubitaka. Najsvježiji primjer je priznati gubitak francuskog financijskog giganta *Societe Generale* od čak 4,9 milijardi eura, što je pripisano nestručnoj i nekontroliranoj trgovini jednog trgovca na terminskim tržištima. Riječ je o jednom mladem službeniku, ovlaštenom dileru, koji je (navodno) bez ovlaštenja samovoljno ulazio u visokorizične jednostrane terminske poslove bez odgovarajućih simultanih protutransakcija, kojima je mogao drastično smanjiti rizike za banku.

Na kraju ovog poglavlja važno je za napomenuti da turističke tvrtke, ne samo u Hrvatskoj, imaju šansu za ozbiljan, stabilan intezivni razvoj samo kao poslovno koncentrirani sustavi (lanci hotela, velike turističke agencije), pa kao takvi mogu ravnopravno konkurirati na svjetskom tržištu, uključiti se u suvremene poslovne tokove, i naravno biti igrači i na terminskim tržištima.

4. TERMINSKO TRGOVANJE U TURISTIČKIM TVRTKAMA

Prilikom razmatranja problematike utjecaja primjena tehnika i strategija terminskog trgovanja na poslovanje turističkih tvrtki možemo kazati sljedeće: sve ono što općenito vrijedi za poslovanje svih ostalih tvrtki iz bilo koje branše (transport, trgovina, financijske usluge, itd.) vrijedi i za turističke tvrtke bez obzira radi li se o hotelima, ugostiteljskim tvrtkama ili agencijama.

Naime, porast međunarodne razmjene, povećanje ekonomske, kulturne i političke međuovisnosti pojedinih zemalja, porast konkurencije, neka su od osnovnih obilježja svjetske tj. globalne ekonomije. Istodobno se uspostavljaju novi sustavi vrijednosti i novi sustavi poslovanja u kojima znanje, informacija, kvaliteta i sposobnost brze prilagodbe novim uvjetima poslovanja postaju faktorima opstanka na tržištu.

Proces uključivanja tvrtki u sve tijekomove međunarodnog poslovanja postao je neminovan i nezaustavljiv. Međutim, zbog promjena čimbenika međunarodnog poslovanja, klasični oblici poslovnih odnosa i načina poslovanja tvrtki više ne odgovaraju novonastalim prilikama. Na novu dinamiku tržišnih odnosa i povećanje nesigurnosti i neizvjesnosti, suvremene bi tvrtke morale, a turističke posebice, reagirati strategijama osiguranja i podjele rizika (*swop* poslovi, *hedging*, i sl.).

Jedna od karakteristika većine turističkih tvrtki, još su uvijek, kumulirane neracionalnosti u poslovanju, što je dobrim dijelom posljedica razvojnih problema i lutanja iz doba intezivnog razvoja turizma u Hrvatskoj (konac 60-tih 20. st). Novi način poslovanja koji se uspostavlja, zahtijeva potpunu afirmaciju ekonomskih načela privređivanja i razvoja turizma, pa shodno tome i afirmaciju suvremenog poslovanja tvrtki. To je podjednako važno na području obrazovanja kao i razvojne i poslovne prakse.

4.1. Utjecaj primjene terminskog trgovanja

Do sada se u ovom radu prilično jasno i nedvojbeno ukazalo na nužnost primjene određenih strategija (*hedging*) terminskog trgovanja u turističkoj branši.

U današnjem je svijetu poslovanje svih tvrtki, bez obzira na vrstu i predmet poslovanja, nužno izloženo raznim rizicima i neizvjesnosti, a turističke tvrtke naročito.

U narednoj tablici (Tablica 1) dani su temeljni parametri kalkulacije paketa turističkih aranžmana jedne turističke tvrtke koja je ugovorila posao i avansno plaćanje na američkom tržištu, a plaćanje troškova aranžmana po obavljenom poslu s odgodom na domaćem tržištu. Zbog pada vrijednosti dolara u devetomjesečnom razdoblju od 12,3%, planirana i očekivana razlika u cijeni (zarada) na ovim aranžmanima zbog fiksiranih

prihoda u USD i rastućih troškova u eurima na koncu obračuna od 10% pala je na -1,04% tj. ostvaren je gubitak na tom poslu. Uporabom već opisane strategije *hedginga* na terminkom tržištu, agencija se mogla zaštititi otvarajući simultano suprotne pozicije na tržištu deviza od realiziranog gubitka.

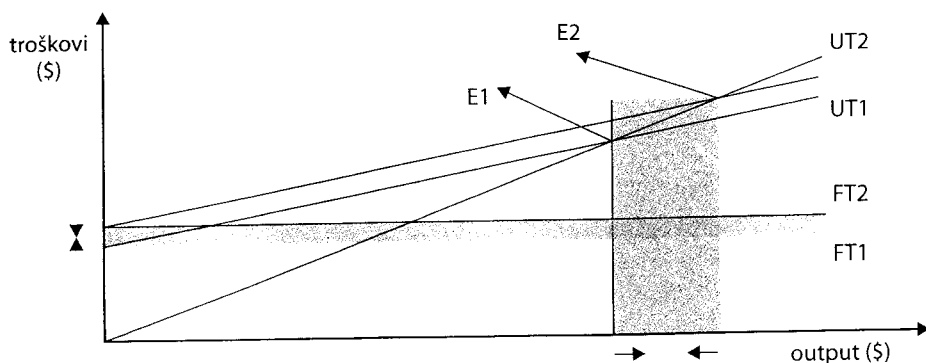
Tablica 1: Utjecaj primjene terminskog trgovanja

datum	EUR / \$	vrijednost aranžmana u \$	vrijednost aranžmana u €	ukupni troškovi aranžmana u \$	ukupni troškovi aranžmana u €	razlika u cijeni na aranžmanu u \$	razlika u cijeni aranžmana u €	razlika u cijeni %
15.02.07.	1,3082	500.000	654.100	450.000	588.690	50.000	65.410	10,0%
15.11.07.	1,4687	500.000	654.100	450.000	660.915	50.000	-6.815	-1,04%

Kako je već spomenuto, visoki fiksni troškovi karakteriziraju većinu naših turističkih tvrtki (hotele posebice, ali i veće turističke agencije) a što to znači u uvjetima rizičnog poslovanja i nezvjesnog povećanja prihoda, zorno je prikazano na slici 3.

Naime, relativno malo povećanje razine fiksnih troškova (vodoravni stupac) zahtijeva višestruko povećanje razine *outputa* tvrtke (okomiti stupac), a da bi tvrtka zadržala isti finacijski položaj.

Slika 3: Utjecaj povećanja fiksnih troškova na povećanje *outputa*.



5. ZAKLJUČAK

Turizam kao gospodaraska djelatnost općenito, a u Hrvatskoj nadasve, vrlo je osjetljiva na sve moguće promjene (ekonomske i ne ekonomske) u zemlji i inozemstvu, što znači da je izrazito izložen velikim i raznolikim rizicima.

Pored toga, osnovne su poslovne karakteristike turizma kao specifične djelatnosti (hoteli, turističke agencije) visoki fiksni troškovi i relativno niska profitabilnost. Prema tome, ona djelatnost koja ima takvu unutarnju strukturu koja se vrlo teško mijenja i koja je čini ranjivom u poslovnom smislu, a istovremeno je izložena i podložna svim vrstama rizika, trebala bi koristiti sve moguće prilike da se barem jednim dijelom zaštiti od rizika naglih

i značajnih promjena cijena. S obzirom na zahuktale procese globalizma i približavanjem naše zemlje Europskoj uniji prethodne konstatacije čine vrlo aktualnim i važnim. Tome u prilog ide i sadašnja financijska i ekonomska kriza globalnih razmjera i dosega koja naravno neće zaobići ni Hrvatsku ni njeno gospodarstvo.

Nadam se da sam ovim radom uspio u nakani da ukažem na mogućnosti, a usudio bih se reći, i nužnost primjene tehnika terminskog trgovanja u turističkom gospodarstvu i koristi koje iz toga proizlaze.

Naime, gospodarstva koja nemaju dovoljnu razvijenu kulturu terminskog trgovanja (poput hrvatskog) definitivno imaju puno lošiju startnu poziciju na međunarodnom tržištu.

Neiskorištavanje postojećih potencijala ili izbjegavanje početka ozbiljnijeg sudjelovanja u aktivnostima na svjetskim terminskim tržištima, ne samo da dovodi tvrtke u podređeni položaj, već gledano dugoročnije, ugrožava i njihovu egzistenciju.

LITERATURA:

1. Bernstein J., *How the Futures Market Work*, New York Institute of Finance N.Y. 1989.
2. Foley, B.J., *Tržišta kapitala*, Mate d.o.o., Zagreb 1993.
3. Jurković P. (redakcija): *Poslovne financije*, (II izdanje), Narodne novine, Zagreb, 1984.
4. Lazibat-Brizar-Baković: *Burzovno poslovanje –terminska trgovina*, Znanstvena Knjiga d.o.o., Zagreb 2007.
5. Lazibat, T., Kolaković, M., *Međunarodno poslovanje u uvjetima globalizacije*, Sinergija nakladništvo, Zagreb 2004.
6. Lazibat, T.-Matić, B.: „Strategije trgovanja opcijama na terminskom tržištu“ - Ekonomski pregled, br. 52.-HDE, Zagreb, 2001.
7. Orsag, S., *Izvedenice*, HUFA, Zagreb, 2006.
8. Spears, L.D., *Commodity Options: Spectacular Profits With Limited Risk*, Marketplace Books, Columbia, 1993.
9. Šimović, H., *Strategije trgovanja futures ugovorima i opcijama na terminskim tržištima*, Suvremeno poduzetništvo, br.11/2003.
10. Vrtiprah, V., *Menadžerska ekonomija u hoteljerstvu*, Sveučilište u Dubrovniku, Dubrovnik, 2005.
11. Vukina, T., *Osnove trgovanja terminskim ugovorima i opcijama*, Infoinvest, Zagreb 1996.

12. CBOE Options Institute., *Options: Essential Concepts and Trading Strategies*, 3ed, McGraw Hill, 1999.
13. Poduzetništvo, br. 11/2003, Zagreb, 2003.
14. www.cbot.com/data
15. www.ft.com/markets
16. www.forexcroatia.hr/prezent/
17. www.futures.tradingcharts.com
18. www.investopedia.com/university/options/
19. www.morningstar.com/data

POSSIBILITIES OF FUTURES TRADING IN THE FIELD OF TOURISM

Ivo Šperanda ¹³

Summary

The process of a company's involvement in international business has become inevitable and unstoppable. However, because of changes in international business factors, classic forms of business relations no longer respond to newly developed opportunities and relationships. Modern companies react to new dynamics of market relations and progressive degree of risk and instability by using strategies of insurance and risk-sharing.

This article tries to demonstrate the possibilities of minimizing, if not avoiding some risk elements to which tourist companies in Croatia are exposed. In other words, trading with futures contracts as a very sophisticated form of international trade is one of the most dynamic forms of exchange which has been in constant swing (regardless of occasional stumbles) since the beginning of the seventies of the last century. Using futures markets makes possible for different business entities to achieve numerous advantages, the most important ones being neutralization of both merchandise and financial risks in business. Unfortunately, futures markets do not exist in Croatia and very few Croatian companies take part in world stock exchanges with such a trade pattern.

On the other hand, tourism as a main driving force of our economy has two important features: exposure to various risks and low profitability which clearly indicate a high sensitivity of this branch. Sudden and unpredictable mutations of cross rates, fuel and transport prices etc. significantly affect fragile balance sheets of our (and not only our) tourist companies.

This paper briefly describes the main trading strategies at world futures markets. A hypothetical example of one tourist arrangement given in this paper shows all the advantages and benefits of hedging as a main risk protection strategy. Finally, this paper proposes that hedging should be a leading activity of our tourist companies on world futures markets.

Key words: *futures trading, tourism, techniques of futures trading, futures market, futures contracts.*

JEL classification: *L₈₁*

¹³ Ivo Šperanda, M.Sc., Financial director, Dubrovnik Summer Festival, Dubrovnik, E-mail: ivo.speranda@dubrovnik-festival.hr