

АНАЛИЗА МОГУЋНОСТИ УВОЂЕЊА РОБНИХ ФЈУЧЕРСА У ДОМАЋИ ФИНАНСИЈСКИ СИСТЕМ¹

Д. Ерић², Александра Брадић-Мартинковић², С. Стефановић²

Резиме: Циљ овога чланка је да се на бази кратке анализе основних карактеристика фјучерса као робних и финансијских инструмената, као и актуелног тренутка развоја домаћег робног и финансијског тржишта сагледају могућности за увођење робних фјучерса у домаћу праксу.

Година у којој се налазимо показала је како неочекиване природне околности, конкретно суша, могу довести до слабијег рода у области пољопривредне производње, што са своје стране има низ негативних последицу, од слабије снабдевености тржишта, преко пораста цена и потенцијалног инфлаторног удара, до других тржишних поремећаја са многим негативних ефектима на општу привредну стабилност.

У последњем делу рада анализирани су реалне могућности за увођење робних фјучерса у Републици Србији, посебно у домену њихове примене у области агробизниса, као и указивање на неопходне кораке које треба предузети да би до њиховог развоја и примене заиста и дошло.

Кључне речи: деривати, фјучерси, финансијска тржишта, пољопривредна производња

1 Овај рад је резултат заједничког истраживања у оквиру макро пројекта „Мулти-функционална пољопривреда и рурални развој у функцији укључивања Републике Србије у Европску Унију“, број 149007, који финансира Министарство за науку Републике Србије

2 Проф. др Дејан Ерић, директор, Мр Александра Брадић-Мартинковић, истраживач сарадник, Саша Стефановић, Институт економских наука, Београд, Змај Јовина 12, тел: 2623-055, deric@ien.bg.ac.yu, sasa@ien.bg.ac.yu, stefanovic.sasa@gmail.com

1. Кратак осврт на појам и основне карактеристике фјучерс уговора

Појам фјучерс (*futures*) најједноставније можемо превести на српски језик као - **ликвидни термински уговор**. Историјски посматрано он вуче корене из класичних терминских уговора који се означавају појмом - форворд (*forward*). Оба инструмента, по класификацији, сврставају се у категорију такозваних **деривата** или **изведених хартија од вредности**. По својој суштини и фјучерси и форворди представљају праве купопродајне уговоре. У њима постоје две стране - купац и продавац, који дефинишу услове купопродаје одређене робе или финансијског инструмента (у стручној литератури предмет из уговора се назива појмом – актива – *assets*), са посебном специфичношћу што се испорука дате активе и њено коначно плаћање не врши одмах, него одређеног дана у будућности. Дакле, као и све друге типове уговора, фјучерс карактерише постојање сагласности воља две стране у погледу:

- активе - која је предмет уговора, односно која се купопродаје,
- цене - која се фиксна и унапред јасно дефинисана, и
- начина плаћања и испоруке - који ће се обавити у одређеном периоду времена у будућности.

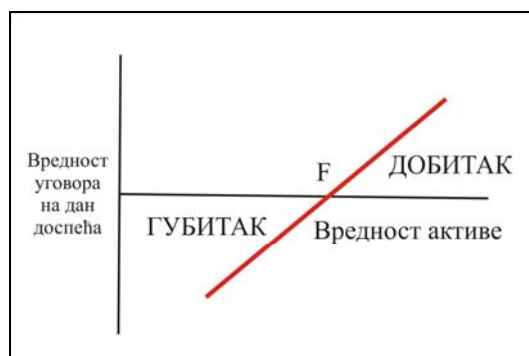
Термински уговори врло често постоје у пракси, а да тога нисмо ни свесни. Када нека роба, нпр. не може одмах да се испоручи, а постоји уговор о купо/продаји, ради се о својеврсном форворду. Као типичан пример форворд уговора можемо узети куповину неке робе поузећем. У наруџбеници коју купац попуњава садржини су сви елементе класичног терминског уговора. На пример, наручили смо књиге по цени 100, које ћемо добити у року 3 недеље, а плаћање ћемо извршити у моменту када их добијемо по ценама које смо видели у новинама из којих смо попунили наруџбеницу.

Фјучерс уговор по својој суштини је готово идентичан форворду. Због тога га поједини аутори сматрају варијантом форворд уговора (*S. A. Ross, R. W. Westerfield & J. F. Jaffe*, str. 650). Фјучерс подразумева постојање сагласности воља купца и продавца у погледу цене, будуће испоруке и начина плаћања. Куповином фјучерса купац такође потписује и купопродајни уговор, где се унапред дефинише цена, али се плаћање не врши до момента док се роба не испоручи у будућности (*J. C. Cox, J.E. Ingersoll & S. A. Ross*, str. 332). У уговору се прецизирају услови испоруке, и тек када се она оствари, врши се исплата. Разлика фјучерса у односу на форворде састоји се у томе што су фјучерси ликвидни, тј. њима се може трговати на посебним тржиштима (берза фјучерса), док форворди то нису. Отуда и термилошка разлика коју смо већ поменули – форворд је термински уговор, а фјучерс ликвидни термински уговор.

Поред ове фундаменталне разлике између форворда и фјучерса, постоји и низ других специфичности, које можемо сумирати у неколико тачака:

- С обзиром на то да су фјучерс уговори ликвидни, а форворди нису, то имплицира да се фјучерсима тргује на берзи уз могућност преноса обавеза/права из уговора на друге субјекте и пре рока доспећа самог уговора. Наведена карактеристика даје већу флексибилност учесницима у трговини да брже прилагођавају своје интересе кретањима на тржишту.
- Да би фјучерсима уопште могло да се тргује организовано на берзи мора постојати висок ниво стандардизације самих инструмента. Отуда су фјучерси високо стандардизовани инструменти, за разлику од форворда који то нису, већ се разликују од уговора до уговора.
- Стандардизација фјучерса односи се на више елемената, почев од количине, испоруке основне активе, начина плаћања, итд.
- Испорука активе код фјучерса се најчешће не везује за фиксан датум, као што је то случај код форворда, већ за месец у коме се мора обавити. На тај начин постоји више слободе за продавца у погледу саме испоруке.
- Код многих финансијских фјучерса не долази до физичке испоруке активе, већ се само врши исплата разлике у цени, односно поравнање (*settlement*). Форворди, по дефиницији, подразумевају обавезну испоруку робе.
- Једна од суштинских разлика форворд и фјучерс уговора је у погледу механизма и начина плаћања. Код фјучерса купац и продавац, ради сигурности плаћања и испоруке, приликом склапања уговора обавезни су да положе одређени депозит (*margin*) у клириншку кућу.

Слика: 1. Позиција купца фјучерса
Figure 1 Long Position in Futures Trading



Izvor slike: R.A.Haugen, str. 513

- Код фјучерса постоји систем такозваног дневног прилагођавања (*mark to market*). Постојање овог механизма захтева од уговорних страна да располажу одређеним екстра средствима у готовом. Суштина овог система је у усаглашавању позиција купца и продавца са променама текућих цена фјучерса. Услед ове карактеристике сматра се да фјучерси имају одређена плаћања у међувремену, до извршења обавеза, док форворди то немају. С тим у вези, неки аутори сматрају да је фјучерс уговор једнак форворду који се потписује сваког дана (*R. A. Jarrow & G. S. Oldfield, str. 373*).

Да би у потпуности разумели праву природу фјучерса морамо сагледати интересе купаца и продавца који се укључују у трговину. Како је реч о правим уговорима оба субјекта (и купац и продавац) „потписивањем” фјучерса преузимају одређена права и обавезе. Купац има право да добије активу која је предмет уговора и обавезу да изврши плаћање. У жаргону, за купца се каже да се налази у дугој позицији (*long position*) пошто очекује да ће добити основну активу у будућности. Његов интерес, као и сваког купца је да дође до робе или финансијског инструмента (активе) по што нижој цени. Отуда, купцу ће одговарати уколико цена основне активе, после потписивања уговора почне да расте, пошто ће тада остваривати добитак на бази разлике више тржишне и ниже уговорне цена. Обрнуто, у случају пада цене основне активе на тржишту, он ће трпети губитак. Позиција купца се може представити графиком на слици 1.

Слика 2. Позиција продавца фјучерса
Figure 2 Short Position in Futures Trading



Izvor slike: R.A.Haugen, str. 513

Што се тиче продавца, његова обавеза се састоји у испоруци активе, а право да добије средства. У жаргону, за продавца се каже да се налази у краткој позицији

(*short position*), пошто има обавезу да испоручи активу. Интерес продавца је да прода активу по сто вишој цени, отуда за њега је повољније уколико цена основне активе, после потписивања уговора почне да пада, пошто у том случају остварује добит. Док је за купца вредност робе једнака разлици цене робе и уговорне цене, за продавца је вредност робе једнака разлици уговорне цене и стварне (тржишне) цене робе. Његова позиција се може графички представити сликом 2.

2. Механизам функционисања фјучерса у пракси

Да би цео систем трговине фјучерсима могао успешно да функционише неопходно је да постоје одређени институционални услови. Две основне институције без којих се не може замислити трговање су: **берза фјучерса** и **клириншка кућа**.

Берза фјучерса представља организовано место на коме се обавља трговина фјучерсима. У погледу начина организације самог места трговања у свету се могу срести различита решења, почев од тога да се на постојећим робним и финансијским берзама као иновација уводило трговање фјучерсима, до креирања посебних берзи специјализованих искључиво за трговање фјучерсима и другим дериватама. Простор на коме се обављају трансакције обично се у берзанском жаргону назива "рупа" (*pit*). Време трговања је стандардизовано, као на пример у Чикагу на СВОТ (*Chicago Board of Trade*) где трговање почиње у 9.30 и траје до 15.30. У новије време, са развојем телекомуникационе опреме, електронских система трговања и глобализацијом само место трговања постаје све мање релевантно. Поред функције трговања, свака берза има и функције клиринга и салдирања обављених трансакција. То се обавља у оквиру клириншке куће која може бити један од организационих делова саме берзе или независни правни субјект (*T. Lofton, 1997, str. 11*).

Клириншка кућа представља институцију која обезбеђује неопходне додатне механизме за гаранцију сигурности испоруке и плаћања свим учесницима, то јест купцима и продавцима. Њеним постојањем они не морају међусобно ни да се познају. За клириншку кућу, као гаранта сигурности испоруке и плаћања, каже се да представља "продавчевог купца" и "купчевог продавца", све до њиховог коначног измирења обавеза по основу закљученог уговора. Основни разлог за креирање институције каква је клириншка куће састојао се у потреби обезбеђивања додатних механизма заштите свих учесника у процесу трговања.

Без постојање клириншке куће, тј. у случају класичних терминских уговора (форворда) највећа опасност се састојала у томе да једна од страна не изврши своје обавезе, било да је реч о плаћању, било о испоруци основне активе. На пример, претпоставимо да је закључен термински уговор о испоруци 10 тона жита по цени од 10 новчаних јединица (рецимо динара) за 1 кг са роком испоруке и плаћања 3

месеца. Реч је о класичном форворду, какве често можемо срести у пракси, нарочито код произвођача и прерађивача пољопривредних производа. Ако у међувремену цена жита порасте на 11, продавац ће трпети губитак од 1 дин. по килограму. Да би то спречио он може робу продати на тржишту по текућој тржишној цени од 11 и тиме се наћи у незавидној позицији да нема довољно робе да изврши обавезу из терминског уговора - форворда. Супротан случај ће се десити уколико цена жита падне на 9 динара. У том случају се купцу неће исплатити да купује жито по вишој цени коју је закључио форвордом. Он може купити жито по 9 на тржишту, и занемарити извршење обавезе из уговора о куповини по цени од 10. Да би се спречиле такве појаве, купац и продавац, поред међусобног уговора потписују и посебне уговоре са клириншком кућом. Она се јавља у улози **посредника** и **гаранта**, гарантујући купцу испоруку робе, а продавцу плаћање. Уколико један од субјеката не изврши своју уговорну обавезу, клириншка кућа ће преузети на себе извршење дате обавеза према другоме субјекту уместо њега. Наравно, након тога, она ће предузети читав низ правних мера, међу којима је укључена и кривична пријава (која повлачи кривичну одговорност) према субјекту који није извршио своје обавезе.

Слика 3. Механизам клириншке куће
Figure 3 Mechanism of Clearing House



Да би термински уговори уопште били ликвидни, и да би се сама трговина њима олакшала врши се **стандардизација**. Стандардизација подразумева постојање одређених стандардних услова у уговорима, у погледу: стандарда о количини (одређују се прецизни износи, као нпр. у САД за жито, стандардни уговори су за количину од 5.000 бушела, 1 бушел = 35,238 литара), начину испоруке, месту, условима испоруке, цени и слично. За робне фјучерсе ови стандарди су посебно значајни, како се не би дешавало да дође до испоруке робе неодговарајућег квалитета. Смисао стандарда је да помогну у обезбеђивању ликвидности фјучерса и развоју секундарног тржишта. У успостављању адекватног система стандарда за креирање робних фјучерса посебно битне институције су јавна складишта која су овлашћена за пријем, чување и издавање робе на коју се креирају робни фјучерси. Сви учесници, посебно продавци морају водити рачуна о поштовању минималних

захтева квалитета, посто у случају њиховог неиспуњавања складиштари им неће издати потврду о складиштењу робе – складишницу која је основа за креирање (читај продају) робног фјучерса и заузимање кратке (продајне) позиције.

За успешно функционисање тржишта фјучерса неопходно је постоје минимум још два услова. То су: систем маргина и механизам дневног прилагођавања. **Маргина** или **маржа** (*margins*) не представља ништа друго до **систем депозита** које сви учесници у процесу трговања (сви купци и продавци без изузетка) морају да положе у клириншку кућу пре почетка трговања као „гаранцију“ да ће обавезе из уговора извршити у предвиђеном року. Генерално разликују се две врсте маргина:

- а) иницијалне и
- б) маргине за дневно одржавање.

Иницијалне маргине (*initial margins*) уговорне стране морају да депонују како би уопште могли да отпочну пословање на тржишту фјучерса. Оне се креирају прилично једноставно приликом отварањем рачуна код брокерских фирми са којом инвеститори сарађују. Пре давања налога брокеру, односно куповине фјучерса (у практичном смислу то фигуративно значи моменат потписивања уговора) учесници процеса трговања су обавезни да на своје рачуне код брокерских фирми положе одређене износе на име депозита, да ће обавезе из уговора бити извршене. Ове иницијалне маргине се називају перформансним маргинама (*performance margins*) и обично се крећу од 5-15% од вредности купо/продајног уговора. У институционалном смислу систем иницијалних маргина представља одређену врсту делимичне заштите за клириншку кућу.

Маргине одржавања (*maintenance margins*) су минимални износи средстава које субјекти морају да одржавају на свом депозитном рачуну. Оне се крећу у висини 75-80% од иницијалних маргина. Уколико се износ средстава смањи испод те границе клириншка кућа шаље обавештење уговорним странама да уплате додатне износе и обезбеде маргине одржавања (такво обавештење се означава појмом **маргински позив** – *margin call*). Инвеститори су обавезни да одржавају своје маргине у одређеном износу ради потребе дневног прилагођавања.

Дневно прилагођавање (*mark to market*) у буквалном смислу речи значи да се трговина наставља и после потписивања уговора и уплате маргина. У зависности од тога како се крећу цене основне активе на текућем (промптном) тржишту клириншка кућа врши прилагођавање позиција купаца и продаваца на њиховим маргинским рачунима. Она на крају сваког дана аутоматски пребацује средстава са рачуна купаца и продаваца у зависности од смера промена цена - на горе или доле. На пример, ако је уговорна цена била 10, а следећег дана порасте на 10,5, клириншка кућа ће новчаних јединица пребацити на рачун купца са иницијалних маргина продавца. Обрнуто, ако наредног дана цена падне на 9,8 клириншка кућа ће трансферисати 0,7 са маргина купца на рачун продавца. На овај

начин се обезбеђује сигурност и купаца и продаваца. На крају уговора, када се изврши испорука они затварају своје позиције исплатом разлике.

Још једна од специфичности функционисања тржишта фјучерса, посебно робних је могућност увођења **ценовних лимита**. Њихова суштина се састоји у одређивању посебних граница, минималних и максималних, у оквиру којих могу да се крећу будуће цене фјучерса. Смисао оваквих ограничења је да се спрече велики поремећаји у кретању цена и односа понуде и тражње. Постоје разлози за и против ових лимита (*T. E. Copeland & J. F. Weston str. 306-7*). Конкретно, коришћење ових лимита зависи од специфичних услова и могу се увести селективно, само за одређену робу, у одређеном периоду. Они могу бити јако корисни за нашу стварност, посебно у условима великих поремећаја у области производње појединих пољопривредних производа. Такође, посебно се препоручују земљама које се суочавају са хроничном опасношћу од инфлације, као што је случај са Србијом.

3. Врсте и значај фјучерса

Постоје различити типови фјучерс уговора. Како спадају у ред деривата најзначајнији критеријум за поделу фјучерса представља основна актива на коју су креирани. Имовина на коју се фјучерси могу креирати су роба или финансијски инструменти (пре свих девизе, обвезнице, акције или тржишни индекси). Полазећи од наведеног критеријума све фјучерсе можемо поделити у две велике групе:

- Робне и
- Финансијске.

Предмет овога рада представљају робни фјучерси, који се креирају на велики број различитих роба. Међу најстарије робне фјучерсе спадају они на пољопривредне производе, као што су: житарице (пшеница, јечам, раж, кукуруз), соја, пиринач, уљарице, кафа, шећер, памук, каучук, стока и слично. Остале робе на коју се односе робни фјучерси су: индустријске сировине, бакар, нафта, руде, гас, племенити метали, итд. У наставку дајемо кратак преглед најзначајнијих фјучерса којима се тргује на водећим америчким робним берзама:

Најпознатије робне берзе на којима се обавља трговина су: Њујоршка трговачка берза – *New York Board of Trade* (NYBT), и две берзе у Чикагу – *Chicago Board of Trade* (CBOT) и *Chicago Mercantile Exchange* (CME). Поред наведених, у новије време креирани су фјучерси на поједине друге врсте робе какво је млеко, поједине врсте сира, сушено воће, цвеће, итд.

Табела 1. Листа појединих фјучерса на пољопривредне производе којима се тргује на робним берзама у САД
Table 1 List of Some Commodity Futures Contracts Traded on USA Markets

Основна актива	Величина уговора	Берза на којој се тргује
Какао	10 тона	NYBT
Кафа	37.500 фунти	NYBT
Сок од поморанџе	15.000 фунти	NYBT
Лож уље	42.000 галона	NYMX
Сирова нафта	1.000 галона	NYMX
Безоловни бензин	42.000 галона	NYBT
Кукуруз	5.000 бушела	CBOT
Зоб	5.000 бушела	CBOT
Соја	5.000 бушела	CBOT
Пшеница	5.000 бушела	CBOT
Говеда	40.000 фунти	CME
Свиње	40.000 фунти	CME
Свињске полутке	40.000 фунти	CME

Извор: S. R. Veale, 2001, str. 210-1

За разлику од робних фјучерса који су старији и чији корени датирају још из средине XVII века (8, Д. Ерић, 2003.) финансијски фјучерси представљају једну од финансијских иновација на савременим финансијским тржиштима. Организована трговина њима почиње од 1972. године. Финансијске фјучерсе можемо поделити у четири групе:

1) **Девизне (валутне)** - Основна актива код овог типа фјучерса су валуте других земаља. Најчешће валуте које се купују овим уговорима у свету су: US \$, Euro, Yen, CHF, GB фунта и слично. Девизни фјучерси су врло атрактивни за предузећа, банке и друге субјекте који послују на међународном тржишту како би елиминисали девизни ризик.

2) **Каматне или фјучерсе на каматну стопу** – који представљају ефикасно средство заштите од негативних утицаја промене каматне стопе. Ови фјучерси се обично повезују са хартијама од вредности са фиксним приносом, какве су најчешће државне обвезнице, бондови или ноте (*Treasure Bills, Treasure Notes, Treasure Bonds*).

3) **Фјучерсе на хартије од вредности** – Овде искључујемо каматне фјучерсе који се везује за хартије од вредности са фиксном каматном стопом. Поред њих, постоји могућност креирања фјучерса и на низ других хартија од вредности које

немају фиксни принос, као што су: обвезнице фирми са променљивом каматом, обичне или преференцијалне акције, итд.

4) **Фјучерсе на тржишне индексе** - Индекси цена акција на берзама одражавају тенденције промене цена на датом тржишту. Они се састављају од хипотетичког портфолиа акција који најбоље репрезентује структуру акција којима се тргује на датој берзи. Ови фјучерси доносе својим власницима доста предности - ниже трошкове, могућност купо/продаје без покрића (такозвани *short sale*), већу ликвидност, пореске олакшице и слично. Значајни су као средство обезбеђења и осигурања од финансијског ризика. Посебно су погодни за брокере и дилере.

Један од основних разлога зашто уопште постоје фјучерси су услови ризика и неизвесности који карактеришу економско окружење. Када би услови у окружењу били извесни не би толико била изражена потреба за фјучерсима и другим дериватима. Примарна улога фјучерса је обезбеђивање и осигурање инвеститора од различитих врста ризика, тзв. хедингу (*hedging*). Отуда се фјучерси појављују као један од најважнијих инструмената хединга у оквиру шире активности управљања ризицима (*risk management*). Њихово постојање повећава могућност управљања ризиком у операцијама на финансијским тржиштима, али и шире у свакодневном пословању.

Једну од основних карактеристика фјучерса представља ликвидност. Пошто се њима може трговати на берзи, постоји велики број субјеката који њима могу трговати. Све учеснике можемо сврстати у две велике групе: **хеџере** и **шпекуланте** (*W. F. Sharpe & G. J. Alexander str. 594*). Хеџери су субјекти који производе или користе основну активу (робу) која је основа за креирање фјучерса. Њихов основни мотив је да се заштите од ризика промена цена основне активе и тиме унесу више извесности и сигурности у своје пословање. Шпекуланти су мотивисани остваривањем профита. Они купују и продају фјучерсе, не да би користили основну активу, већ да би остварили профит на основу разлике у цени.

Једна од основних карактеристика фјучерса је постојање временске димензије – испорука робе и плаћање ће се обавити у будућности. Из дате карактеристике произилази још једна значајна предност робних фјучерса. То је могућности савлађивања гепа у финансирању. Многи учесници у трговању могу заузимати позицију у фјучерсу чак и када не располажу укупним износом потребних средствима за измирење обавезе у моменту закључења. Да није фјучерса тако нешто не би било могуће урадити без задуживања. Уз помоћ фјучерса то није одмах неопходно, посебно, уколико инвеститори очекују приливе средстава у току животног века фјучерса до коначног рока плаћања.

Постојање робних фјучерса носи значајне предности за организације чије пословање зависи од специфичних врста роба (нпр. сировине) којима се активно тргује на берзи. Куповином фјучерса на ту робу фирма може смањити ризик од

промене цена и осигурати набавку сировина и репроматеријала по ценама које су унапред познате и које омогућавају сигурно финансијско планирање. Робни фјучерси су врло значајни и за саме произвођаче датих роба, посебно у области пољопривредне производње, пошто им гарантују сигурност пласмана и наплате. У нашим условима ово је посебно изражена предност фјучерса, посто би њиховим увођењем била елиминисана монополска позиција појединих учесника и могућност "уцене" висином откупне цене.

Све наведено говори о великом значају фјучерс уговора. Њима се пре свега смањује неизвесност у пословању и у операцијама на робним, али и финансијским тржиштима. Тиме се стварају стабилне основе многим субјектима да квалитетно планирају своје будуће пословање. Фјучерси доносе низ предности како купцима, тако и продавцима. На пример, купац фјучерса, за кога смо рекли да има дугу позицију (*long position*) се обезбеђује од пораста цена у будућности, али и сигурност набавке жељене активе. Са друге стране, продавац фјучерса, за кога се каже да је у краткој позицији (*short position*) осигурава пласмане своје робе и заштићује се од пада цена. Сигурност пласмана њему доноси и друге предности - стабилност производње, могућност планирања, усавршавања, улагање у истраживање и развој и друге предности.

Постојање тржишта фјучерса има одређене предности које су видљиве и на макро нивоу, тј. нивоу целе привреде. Одређене економске студије и истраживања (*J.P. Hanthine, 1978, str. 94*) недвосмислено указују да постојање ових уговора у једној привреди делује повољно на односе понуде и тражње и укупну ситуацију на тржишту. Емпиријски је доказана хипотеза је да постојање ових уговора делује у правцу повећања конкурентности, смањивања цена и спречавању монополског понашања појединих учесника.

4. Могућности увођења робних фјучерса у домаћим условима

Кратка анализа основних карактеристика, механизма функционисања, врста и значаја фјучерса има свој пун смисао уколико се постави у контекст применљивости за нашу стварност. У чему би се састојао значај робних фјучерса за српску привреду? По нашем мишљењу постоји неколико јаких разлога због којих треба размислити зашто ови значајни инструменти већ нису уведени у домаћу праксу:

1) Већ смо указали како многе студије указују (*J.P. Hanthine, 1978*) да постојање тржишта фјучерса има велики позитиван макроекономски значај. Уколико се паралелно посматрају националне економије, где постоје и где не постоје ови инструменти лако се може доказати је да је **равнотежна цена нижа у оним националним економијама где постоји тржиште фјучерса**. У том контексту, тржиште робних фјучерса би, уз један целовит скуп мера економске политике,

допринело стабилизацији односа понуде и тражње, превасходно на подручју аграрних производа.

2) У условима високе неликвидности и велики финансијских проблема са којима се суочавају бројни појединци и организације у области агробизниса, креирање и **увођење робних фјучерса би могло да помогне ублажавању финансијских проблема кроз одложено плаћање обавезе**. На тај начин би се значајно смањили трошкови финансирања путем дуга и ослободио значајан износ средстава за друге намене.

3) За привредне организације зависне од одређених роба које користе као сировине у даљој преради, постојање тржишта робних фјучерса би донело низ погодности, као сто су:

- куповином фјучерса са различитим роком доспећа **елиминисала би се потреба држања великих залиха,**
- на тај начин би се **олакшало финансијско планирање и повећао обрт слободних средстава,**
- куповином већег броја фјучерса са различитим доспећима фирма би се могла **заштитити од промене цена робе на текућем тржишту.**

4) Увођење робних фјучерса би **донело низ предности и самим произвођачима различитих роба**. То би се огледало пре свега у:

- **Елиминисању проблема око дефинисања откупне цене.** По нашем мишљењу реч је о застарелом, превазиђеном и неефикасном начину одређивања цена непримереном тржишној привреди. Цена мора да се формира на тржишту, а берза је најбоље место за то. Наравно, претходно је неопходно елиминисати државно уплитање и разбити монополску структуру појединих учесника.
- С обзиром на то да фјучерс, у основи, представља инструмент хединга, **произвођачи би имали квалитетан инструмент заштите од ризика пада цена.**
- Продајом робних фјучерса имали би **осигуран пласман и сигурну наплату,** за коју би гарантовала клириншка кућа, што би са своје стране донело низ могућности за боље планирање и пословно одлучивање о будућој сетви.

Да ли је реално увођење робних фјучерса на домаће тржиште??? У одговору на централно питање овога рада недвосмислена је наша жеља да укажемо на огроман значај који би таква иновација имала за све учеснике и укупну привреду Србије. Робни фјучерси би нарочито били корисни у сфери пољопривредне производње. Њиховим увођењем би корист имали сви - и произвођачи и потрошачи. Они би помогли у решавању болних проблема око утврђивања откупних цена појединих

производа. Ради развијања конкуренције требало би омогућити и страним субјектима да учествују у њиховом креирању. Развој робних фјучерса и трговање њима било би значајно искуство за успостављање, једног дана тржишта финансијских фјучерса. Наравно, за развој финансијских фјучерса би био неопходан дужи период времена. У том смислу почетак са робним фјучерсима би представљао значајно искуство и добру полазну основу.

У одговору на централно питање овога рада морамо поћи од још једног теоријског модела. Наравно, паралелно са њим треба имати у виду да су робни фјучерси уговори релативно стари инструменти којима се дуго тргује, не само у развијеним земљама, него и земљама у транзицији. Такође, мора се водити рачуна о карактеру роба, посто се неким може трговати на бази фјучерса, а неким не. Да би уопште могло да се размишља о креирању берзе фјучерса теоријски модели сугеришу да је неопходно да су испуњена три основна услова, и то (*T. E. Copeland & J. F. Weston, str. 302*):

- 1) **Да би фјучерсима уопште могло да се тргује мора постојати довољно основне активе - робе и она мора бити стандардизована.** Поштовањем овога захтева се постиже остваривање ефеката економије обима у трансакцијама, што смањује трансакционе трошкове и трговину чини атрактивнијом.
- 2) **Мора постојати висок ниво конкуренције, која доводи до варијабилитета цена роба и кренра тражњу за ризиком који ће се делити између хецера и шпекуланата.**
- 3) **Суштина саме трговине је у смањењу ризика што се постиже његовим дељењем.** Да би дошло до дељења ризика потребно је дозволити приступ на тржишту великом броју субјеката и то како хецера, тако и шпекуланата. Отуда, **развој робних фјучерса није могућ у условима постојања поремећене тржишне структуре – монополске или олигополске.**

Полазећи од наведена три теоријска предуслова можемо направити малу анализу испуњености појединих услова за развој робних фјучерса у нашим условима. Претпоставићемо да би до тога могло најбрже да дође у сфери производње одређених пољопривредних производа. Као најозбиљнији кандидати намећу се: житарице (кукуруз, пре свега, пшеница, јечам, раж), воће и поврће, итд.

У анализи је најбоље поћи од обима производње потенцијалних култура. Према статистичким подацима Републичког завода за статистику Србија је у претходних шест година остварила производњу представљену табелом 2.

Посматрајући период од 2001-2006. године можемо закључити да Србија **има стабилну производњу и довољну количину наведених култура**, од којих је кукуруз, свакако, у врху значаја и по приносима и по засејаним површинама.

Табела 2. Производња појединих пољопривредних производа у Србији
Table 2 Physical Volume of Agricultural Production in Serbia – Chosen Cultures
(1000 tons)

Пољопривредни производ	Година производње					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Пшеница	2530	2240	1364	2758	2007	1875
Кукуруз	5910	5586	3817	6569	7085	6017
Јечам	423	351	194	407	310	276
Овас	126	108	69	118	90	84
Кромпир	1015	917	679	975	969	930
Малина	78	94	79	92	84	80

Извор: Статистички завод Србије, Статистички годишњак, 2006.

Подаци о спољно-трговинској размени житарица за 2006. и 2007. годину указују на постојање вишка извоза у односу на увоз, што само доприноси тези о могућности и потреби развијања терминског тржишта. Најважнији производи аграрног порекла у извозу током 2007. године су шећер (извезен у вредности од 67,5 милиона долара) и меркантилни кукуруз (извезено је 359.775 тона у вредности од 59,2 милиона долара). Извезено је, такође, 96.517 тона обичне пшенице у вредности од 10,9 милиона долара, као и 49.667 тона тврде пшенице у вредности од 7,4 милиона долара.

Табела 3. Спољно-трговинска размена житарица (и производа)
у периоду I-VII 2007. (у мил. USD)
Table 3 Foreign Traded Cereals Exchange jan-july 2007. (in mill \$)

Извоз			Увоз			Салдо	
2006	2007	индекс	2006	2007	индекс	2006	2007
137,8	217,2	157,6	30,0	34,7	115,8	107,9	182,5

Извор: www.pks.komora.net

Поредити производњу Србије са највећим произвођачима на свету (САД, Велика Британија и сл.), који при том имају и развијено терминско тржиште фјучерса са основом у овим робама, сматрамо да не би било погодно. Можемо извршити поређење са нпр. Бугарском, која има развијено тржиште фјучерса са основом у пољопривредним производима. На Софијској робној берзи (www.sce-bg.com)

организовано је тржиште на коме се тргује фјучерсима на стандардизоване робе као што су: пшенично брашно, пшеница, јечам за сточну храну и јечам за прављење слада, кукуруз и црни сунцокрет. У наредној табели приказана је производња појединих култура у Бугарској.

Табела 4. Производња појединих пољопривредних производа у Бугарској у 000 t
Table 4 Physical Volume of Agricultural Production in Bulgaria – Chosen Cultures (1000 tons)

Пољопривредни производ	Година производње				
	2001	2002	2003	2004	2005
Пшеница	10402	11848	5994	12331	12196
Кукуруз	5550	7430	4064	4508	3054
Јечам	2635	4730	2103	4853	3729

Извор: Food and agricultural organization of the Unation Nations (<http://faostat.fao.org/site/336/default.aspx>)

На основу приложених података можемо закључити, да би од могућих производа **кукуруз** био најбољи избор за креирање првих фјучерса у Србији, али и производња **пшенице** и **малина** би задовољавала услов потребне количине.

Други подуслов је **стандардизација** и ту се јавља проблем. Потребно је строго контролисати примену о прописа о квалитету који су у надлежности државне заједнице. У нашој привреди се јавља сумња да не постоји компетентна контрола која би могла да задовољи строге критеријуме који су постављени на тржиштима фјучерса, а уговором је потребно одредити врсту, место и начин контроле, односно контролора (овлашћена агенција). На тржишту САД-а постоји и тзв. *USA Grain Standards* за житарице којима се врши класирање према минималној маси и максималном постотку додатака (покварених зрна, страних примеса и пшеница друге класе). Овај проблем се мора превазићи пре увођења фјучерса, јер **без стандардизације и одговарајућих прописа није могуће изградити терминско тржиште**.

Ипак, одређени корак је постигнут на овом плану, сачињен је Нацрт закона о јавним складиштима за пољопривредне производе. Према овом закону **робни запис (складишница)** се издаје у писаној форми коју прописује Министарство пољопривреде, шумарства и водопривреде Републике Србије, и састоји се из **признанице** и **заложнице**.

Складишнице би требало да обезбеде пољопривредницима да, након ускладиштавања својих производа, потврду о складиштењу могу искористити као колатерал за краткорочне кредите или је изнети на тржиште. Наведени механизам познат је у већини земаља са тржишном економијом и доприноси укључивању већег броја учесника на тржишту и подједнаке услове за све учеснике. Тржиште робних записа дало би добру подлогу за увођење финансијских деривата на пољопривредне производе. Наведеним финансијским инструментима формира се цена пољопривредних производа за убудуће. Овако, на будућу цену пољопривредних производа утичу сви пољопривредни произвођачи који поседују количину прописану за један фјучерс уговор. (<http://www.dnevnik.co.yu/arhiva/13-04-2005/Strane/ekonomija.htm>) Са друге стране, увођење институције јавних складишта коригује расположиве количине за трговање. „У разматрање ћемо узети пшеницу, као културу, која због својих технолошких особина мора бити складиштена у условни складишни простор. Према расположивој евиденцији, данас у Србији за условно складиштење ове културе постоји капацитет за смештај око 2.500.000 тона пшенице. Узимајући у обзир наше производне могућности, овај капацитет се може сматрати довољним. Међутим, колико је складишта данас *оспособљено да задовољи строге законске критеријуме добијања лиценце јавног складишта?* По процени стручњака који се баве квалитетом пшенице и имају увид у стање опремљености силосних капацитета, тек око 5% укупних капацитета би задовољило ове критеријуме. Наравно, власници силоса који би задовољили те критеријуме, претпоставка је не би цео капацитет дали у функцију јавног складишта, већ око 50%, док би остали део био у функцији сопствених потреба (део за сопствену мељаву, ускладиштена пшеница лошијег квалитета...). Дакле, по тој рачуници у лиценцираним складиштима би се ускладиштило 62.500 тона пшенице, бар у првим годинама по доношењу Закона о јавним складиштима. За ту количину власници пшенице би могли да добију робне записе. Још једно питање се намеће на основну изнетих претпоставки. Да ли је целисходније решење по коме би се власницима робних записа скратила слобода избора – да ли ће своју робу продати на „слободном“ тржишту или преко берзе?

Што се кукуруза тиче, ситуација са утрживањем ове робе путем робних записа ће бити још неповољнија. Наиме, око 80% засејаних површина под овом културом се налази на индивидуалним газдинствима, тако да је количина која би могла бити предмет складиштења у јавним складиштима још мања него код пшенице.“ (www.proberza.com/index.php?page=zakon-o-berzama-da-ili-ne). У корист ове тезе је и податак Привредне коморе Србије да је однос власништва пољопривредних површина је 680.800 ха, тј. 16% у власништву државе и 3.754.200 ха, тј. 84% приватног власништва (фармери).

Једно од могућих решења овог проблема јесте продубљивање и развој берзанског спот тржишта робе и затим развијање тржишта фјучерса (и осталих деривата, нпр.

опција) на бази тако развијеног спот тржишта. „Прва и основна претпоставка за критеријум таквих хартија јесте управо *дубина тржишта*, а ту дубину наше тржиште може да обезбеди (у овом моменту, а и у ближој перспективи) једино на спот трговини робе.“ (Ибид)

У привреди Србије једино организовано место на коме се тргује робом је Продуктна берза у Новом Саду. Основана је 1958. године, одлуком Владе Републике Србије, као место организовања робно-берзанских састанака и информисања јавности о закљученим робно-берзанским трансакцијама и ценама пољопривредних производа. Од оснивања до данас, преко Продуктне берзе, прометовано је преко 16 милиона тона пољопривредних производа. Након 2002. године прелази на нови систем трговања, који подразумева: континуирану трговину, посредничку улогу берзе у трансакцијама, промтну трговину (авансно плаћање и салдирање Т+5), листинг производа, чланство, електронско упаривање налога, систем интерних брокера.

Табела 5. Листинг производа којима се тргује
на Продуктној берзи у Новом Саду
Table 5 List of Products for Trading at Produktna berza Novi Sad

<p>1. ЖИТАРИЦЕ:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Пшеница • Кукуруз • Јечам • Остале (овас и раж) <p>2. КОМПОНЕНТЕ СТОЧНЕ ХРАНЕ:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Сојина сачма (мин. 44% протеина) • Сунцокрет. сачма (мин. 33% прот.) • Пшенично сточно брашно • Сточни јечам • Луцеркино брашно • Рибље брашно • Остало 	<p>3. СЕМЕНСКА РОБА:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Семенска пшеница • Семенски кукуруз <p>4. МИНЕРАЛНА ЂУБРИВА:</p> <ul style="list-style-type: none"> • НПК • АН • КАН • УРЕА <p>5. ИНДУСТРИЈСКО БИЉЕ:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Сунцокрет • Соја <p>6. КОНЗУМНА РОБА:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Брашно Т-500 • Јестиво сунцокретово уље • Шећер кристал, бели, конзумни
---	---

Укупан промет преко Продуктне берзе у периоду **2002.-2006.** година, износио преко **610.000 тона** пољопривредних производа. Поверење државе и страних донатора (интервенцијске, регресирани и донаторске продаје) у нови систем организације берзанске трговине – 49% у укупном промету. Пораст поверења привредних субјеката у нови систем – у укупном промету редовни послови учествују са преко **309.000 тона.** (www.proberza.com)

У табели 6. представљена је Анализа промета по годинама (без интервенција и донација) у периоду 1999-2005.

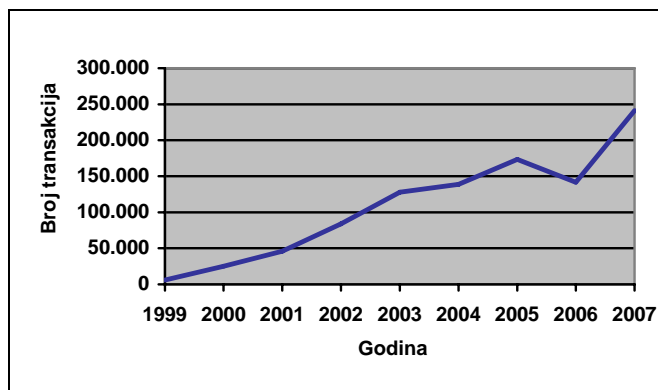
Табела 6. Промет на Продуктној берзи у Новом Саду
Table 6 Trading Volume at Produktna berza Novi Sad

Година	Промет у тона- ма	Промет у хиљада- ма динара	Број закључених уговора
1999.	47.900	110.000	757
2000.	36.700	220.000	811
2001.	34.800	315.000	884
2002.	64.600	453.000	925
2003.	78.000	692.000	1.000
2004.	81.400	741.000	1.186
2005.	85.600	756.000	884

Извор: www.proberza.com

Анализа новосадске Продуктне берзе показала је да је спот тржиште пољопривредних производа у растућем тренду, али проблем са овом берзом се јавља са становишта формалних услова. Продуктна берза у Новом Саду није регистрована као берза, по свим законским прописима. Једина берза која на овим просторима постоји као формална институција је Београдска берза, која нема организовано тржиште пољопривредних производа.

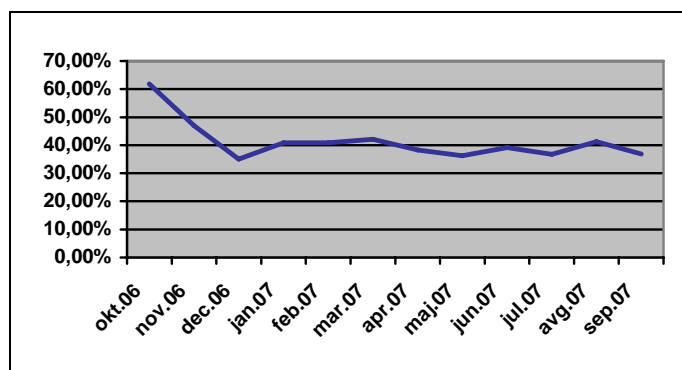
Слика 5. Промет на Београдској берзи мерен бројем трансакција
у периоду 1999-2007. година
Figure 5 Volume of Trading in Belgrade Stock Exchange Measured
by the Number of transactions 1999-2007.



Извор: Београдска берза

Слика 6. Учешће страних инвеститора у укупном промету на Београдској берзи у периоду окт 2006 - сеп 2007.

Figure 6 Participation of Foreign Investitures in Volume of Trading in Belgrade Stock Exchange oct 2006 – sep 2007.



Извор: Београдска берза

На основу приложених података можемо извести закључак да је процентуално учешће страних инвеститора у паду, па претпостављамо да за сада на тржишту нема довољно учесника за дељење ризика, али ако се развије тржиште и развије постојећи олигополни карактер тржишта пољопривредних производа, уз веће укључење учесника из иностранства мишљења смо да постоји велика шанса да се и овај услов испуни.

5. Закључне напомене

Анализом теоријског модела у коме доминирају три услова нам недвосмислено указује да тренутно **још увек нису испуњени базични услови за отпочињање трговине робним фјучерсима**. Али, то никако не сме бити изговор да се ништа не чини и да се задржи стање *status quo*. Неопходно је визија развоја аграрног сектора у Србији и јасна стратегија како то да се оствари. Србија дефинитивно може бити једна од земаља лидера у производњи многих пољопривредних и агроиндустријских производа. При томе, морају се користити сва позитивна искуства и подстицати тржишни начин привређивања. Дубоко смо убеђени да развој робних берзи и трговање робним фјучерсима може бити значајан фактор који доприноси тим процесима.

Наравно, да би једна оваква идеја могла да се реализује постоји јако велики број проблема и ограничења. Све њих можемо сврстати у више група:

- Институционални - који би се односили пре свега на законску регулативу (иако се о томе прича већ више година још увек није донет Закон о робним берзама!), заштиту сигурности субјеката учесника, обезбеђивање механизма за извршавање обавеза према клириншкој кући и другим учесницима, већу финансијску и правну дисциплину, дефинисање улоге банака, итд.
- Организациони - односе се на формирање берзе фјучерса и клириншке куће, образовање кадрова који ће моћи да обављају послове дилера и брокера, организовање дилерских и брокерских фирми, пропаганда и охрабривање купаца и продаваца, итд. У том смислу већ постоји Продуктна берза у Новом Саду, где постоји екипа младих људи спремних да се прихвате свих изазова. Слична ситуација је и са клириншком кућом, где би велику улогу могао да има сјајан пример Централног регистра хартија од вредности, који већ неколико година одлично функционише и без грешке обавља функције клиринга и салдирања у пословима са хартијама од вредности.
- Техничко-технолошки - подразумевају изградњу одређеног информационо-комуникационог система, увођење савремене технологија, итд. Мишљења смо да ни ово није превисе велики проблем, с обзиром на обиље ИТ стручњака и велика искуства у области развоја тржишта хартија од вредности
- Општи друштвено-економски - другачије улога државе, спремност на разбијање одређених монопола и слично.

Снаге, слабости, шансе и претње могу се најбоље уочити када су представљене SWOT матрицом, као што је то учињено на слици 7.

Овим чланком смо желели да укажемо на предности које обезбеђује организовано тржиште фјучерсима, као и на део ограничења која се јављају у нашој привреди. Питање свакако захтева ширу и дубљу анализу, као и укључивање великог броја стручњака из разних области.

Организовање стручног симпозијума на тему увођења робних фјучерса на тржишту пољопривредних производа Србије, на коме би учествовали стручњаци Института економских наука из Београда, Института за економику пољопривреде из Београда, Економског факултета Београд, Пољопривредног факултета у Београду и Новом Саду и остали стручњаци из ове области, веома би допринело продубљивању ове теме, а тиме би се још више потенцирао значај овог вида трговања и позитиван утицај на привреду.

Осим стручних и конструктивних расправа о увођењу фјучерса неопходно је обавити едукацију потенцијалних учесника, у којој би се објасниле предности овог вида трговања. Едукација би била потребна, пре свега, хедерима, тј. онима који би помоћу фјучерса обарали ризик присутан у трговини пољопривредним производима.

Слика 7. SWOT анализа: Тржиште пољопривредних производа
Figure 7 SWOT Analysis: Agricultural Product Market

ШАНСЕ	СЛАБОСТИ
<ul style="list-style-type: none"> - задовољавајући квалитет производа - велика понуда - тржишни информациони системи - производи са заштићеним пореклом - искуство у трговини - прерадни капацитети (за откуп) 	<ul style="list-style-type: none"> - неорганизована производња и откуп - непостојање стандарда у производњи - слаби складишни капацитети за пољопривредне производе - неадекватни канали дистрибуције - неконтролисана производња - неквалитетно класирање производа - мало робних марки
ШАНСЕ	ПРЕТЊЕ
<ul style="list-style-type: none"> - потреба за стандардизацијом - промоција (сајмови, изложбе) - улазак на тржиште ЕУ - извоз готових производа а не сировина - задовољавајући капацитети за транспорт производа - постојање субвенција - регистровање робних произвођача - окружење - близина великих тржишта - могућност извоза - специфична тражња (поврће, месо дивљачи) - реинтеграција привреде - повезивање свих учесника производње - ценовни барометар 	<ul style="list-style-type: none"> - увоз пољопривредних производа - нерегулисани тржишни односи (слаба берзанска трговина) - ниске цене - куповна моћ потрошача - уједначавање царинских стопа

Извор: Регионална привредна комора Панчево (www.rpkpancevo.com)

Литература

1. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield & Jeffrey F. Jaffe "Corporate Finance", 2nd edition, IRWIN, Boston, 1990., str. 650
2. John C. Cox, J.E. Ingersoll & Stephen A. Ross "The Relation Between Forward Prices and Future Prices", Journal of Financial Economics 9, 1981. str. 332
3. Robert A. Jarrow & George S. Oldfield "Forward and Futures Contracts", Journal of Financial Economics 9, 1981, str. 373.

4. Robert A. Haugen "*Modern Investment Theory*", 2nd edition, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1990., str. 513
5. Todd Lofton "*Getting Started in Futures*", 3rd edition, John Wiley & Sons, New York, 1997, str. 11
6. Thomas E. Copeland & J. Fred Weston "*Financial Theory and Corporate Policy*", 3rd edition, Addison Wesley Publishing Company, New York, 1988., str. 306-7.
7. Stuart R. Veale "*Stocks, Bonds, Options, Futures*", 2nd edition, New York Institute of Finance, New York, 2001, str. 210-211
8. О историјату развоја деривате детаљније можете наћи у др Дејан Ерић "*Финансијска тржишта и инструменти*", 2. издање, Чигоја штампа, Београд, 2003, глава VIII
9. William F. Sharpe & Gordon J. Alexander "*Investments*", 4th edition, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1990., str. 594.
10. Jean Pierre Hanthine "*Information, Futures Prices and Stabilizing Speculation*", *Journal of Economic Theory* 17, 1978., pp. 78-97 (str. 94)
11. Thomas E. Copeland & J. Fred Weston "*Financial Theory and Corporate Policy*", 3rd edition, Addison Wesley Publishing Company, New York, 1988., str. 302
12. www.pks.komora.net
13. www.sce-bg.com
14. <http://faostat.fao.org/site/336/default.aspx>
15. www.proberza.com/index.php?page=zakon-o-berzama-da-ili-ne
16. <http://www.dnevnik.co.yu/arhiva/13-04-2005/Strane/ekonomija.htm>
17. www.proberza.com
18. www.belex.co.yu
19. www.rpkpancevo.com

Примљено: 19.09.2007.

Одобрено: 16.12.2007.

UDC: 631.153:347.447

THE ANALYSIS FOR POSSIBILITIES OF COMMODITY FUTURES INTRODUCTION IN NATIONAL FINANCIAL SYSTEM

Dejan Erić, Ph.D., Aleksandra Bradić-Martinović, M.Sc., Saša Stefanović

Abstract

The main goal of this Article is to, based on short analysis of basic futures characteristics as commodity and financial instruments, as well as contemporary situation of national commodity and financial market development, study the possibilities for commodity futures introduction in national financial system.

The current year proved that unexpected natural circumstances, such as draught, could provoke the weaker harvest in agricultural production, having, on the other hand, many negative consequences, from poor market supply, through higher prices and potential inflation impact, to other market disturbances with many negative effects on general economic stability.

The final part of the paper indicates the real possibilities for commodity futures introduction in Serbia, particularly in domain of their application in agribusiness and necessary steps which should be taken in order to realize its development and application.

Key words: Derivatives, Futures, Financial markets, Agricultural production

Note: This Paper is the result of common research work within the Macro Project “Multi-functional Agriculture & Rural Development in the Function of Joining Serbia into the EU”, No. 149007, financed by the Ministry of Science.

Author's address:

Dr Dejan Erić
Institut ekonomskih nauka
11000 Beograd
Zmaj Jovina 12
Republika Srbija