

EKONOMIJA

Dr. Domagoj Sajter
Shutterstock fotografija



Financijski nuklearni projektili

Certifikati, odnosno strukturirani proizvodi, složeni su financijski instrumenti čija se struktura najčešće sastoji od kombinacije jednostavnih vrijednosnica i izvedenica

■ Tržište financijskih izvedenica (derivata) najdinamičniji je dio financijskog tržišta uopće. Odlikuje ga iznimna sposobnost imaginacije, neprestane inovacije i kreativnost u svakom pogledu. Ondje se susreću vrhunski stručnjaci mnogih područja, i to ne samo ekonomisti, već i matematičari, statističari, fizičari, informatičari i raznorazni inženjeri, kako bi osmislili, dizajnirali i pustili u promet nove izvedenice, odnosno unaprijedili postojeće. Nadzorna tijela (regulatori poput Hanfe, središnje banke, porezne uprave itd.) u pravilu su uvijek korak iza, i tek naknadno uspijevaju pohvatati konce. Obični ugovor o stambenom kreditu je kompliciran? Financijske izvedenice su najsloženiji ugovori u ekonomiji, bez premca, bez konkurencije. Postoje brojne, brojne vrste izvedenica.

Kada bi susjed rekao da je kupio financijsku izvedenicu, to bi zvučalo podjednako kao da je izjavio da je kupio *stroj*. Kakav stroj? Veliki, mali, kuhinjski, građevinski, koristan i/ili lijep? Auto, motornu pilu, kombajn ili sokovnik? Izvedenice, kao i strojevi, imaju vrlo različite namjene. Same po sebi nisu nužno opasne. Štoviše, ukoliko ih se koristi razumno i odgovorno iznimno su korisne i imaju konstruktivnu ulogu u gospodarskom sustavu. No u krivim rukama, a osobito bez ikakva nadzora, postaju štetnočine bez premca. Dovoljno je prisjetiti se što su učinile za nastanak globalne financijske krize i sve halabuke oko tzv. otrovnih (toksičnih) izvedenica. Za početak, treba reći kako su izvedenice financijski instrumenti čija je vrijednost izve-

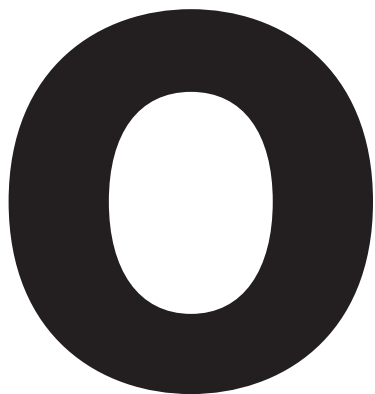
dena (kako im i ime govori) iz neke imovine ili pojave. Temelj za izdavanje izvedenica često su dionice i obveznice, zatim plemeniti metali (zlato, srebro, bakar, platina, paladij), izvori energije (nafta, plin, struja, ugljen) i poljoprivredni proizvodi (kukuruz, pšenica, soja, svinjetina, teletina, mlijeko, sir, maslac, drvena građa, kakao, kava, pamuk, šećer itd.). No osim klasičnih temelja za kreiranje izvedenica postoje i izvedenice na valutne parove (npr. euro/dolar, funta/jen itd.), razne kamatne stope (Libor, prinosi na državne obveznice itd.), klimatske prilike (prosječne mjesečne temperature u većim europskim gradovima, uragani u SAD-u) i druge pojave (nezaposlenost). Ukratko, pokrivene su najvažnije robe i pojave koje determiniraju globalna ekonomska kretanja.

Kada izvedenice ne bi postojale, svi koji žele izbjeći rizik nepovoljnog kretanja cijena npr. nafte bi imali stotine prepreka. U svijetu bez izvedenica mali investitor iz Podbablja Gornjeg koji očekuje skok cijena nafte morao bi ići kupovati realnu naftu npr. na Bliski istok, transportirati ju, uskladištiti, čuvati i potom ju nakon rasta cijena prodati i naplatiti se. Komplicirano. Financijske institucije (burze, brokери itd.) omogućavaju da se u pidžami, iz udobnosti fotelje u spavaćoj sobi, putem izvedenica, na pristupačan i jeftin način participira u kretanjima cijena najvažnijih ekonomskih varijabli. Jednostavno. Valjda je sada jasnije zašto se u suvremenom svijetu u jednom danu naftom trguje barem tri puta više nego što je se zaista proizvede u tome istom danu.



»IZVEDENICE SU FINACIJSKO ORUŽJE MASOVNOG UNIŠTENJA«

Warren Buffet
američki investitor



d prije nekoliko tjedana i na Zagrebačkoj burzi se može investirati u izvedenice. Te se izvedenice nazivaju **certifikati**. Osim naftnih certifikata na domaću burzu uvedeni su obični (indeksni) te tzv. *turbo-long* i *turbo-short* certifikati na nje-mački dionički indeks DAX, kao i certifikati na zlato, a očekuju se i drugi. Certifikati, odnosno struktuirani proizvodi, složeni su financijski instrumenti čija se struktura najčešće sastoji od kombinacije jednostavnih vrijednosnica (dionica, obveznica) i izvedenica (opcija, budućnosnica, ETF-ova itd.). Ako ovo »malim građanima« zvuči odveć složeno, treba znati da zbog kompleksnosti i pojedini financijski stručnjaci i veliki investitori zaziru od nekih izvedenica. Nekoliko je karakteristika financijskih izvedenica koje ih čine gotovo hipnotički privlačnima.

Kao prvo, izvedenice su »strojevi« koji istodobno omogućuju dvije dijametralno suprotne stvari: ogradi-vanje od rizika i špekulaciju. To je kao da osoba kupi jedno vozilo kojim može i orati njivu i voziti utrke. Izvedenica je univerzalan instrument kojega se može koristiti na različite načine. Zubar može kupovati certifikate na zlato radi ogradi-vanja od rizika; ukoliko cijena zlata poraste, porast će cijena sirovine koju koristi, što će mu prouzročiti dodatne troškove, ali će te troškove kompenzirati zaradom koju je ostvario na certifikatima, odnosno zaradom na tržištu izvedenica. No istodobno zubar može trgovati certifikatima na zlato iako uopće ne radi sa zlatom; niti zlatne zube izrađuje, niti ih kupuje, niti prodaje, niti ima bilo kakve izravne veze sa zlatom - jednostavno špekulira, odnosno nastoji zaraditi na kretanju cijene zlata. Stoga se izvedenice istodobno naziva i policama osiguranja i okladama.

Pokriće za isplatu štete

Sljedeća karakteristika je magnet za sve špekulante; izvedenice često imaju ugrađenu financijsku polugu. Jednostavno rečeno, poluga daje mogućnost umnožavanja dobiti. Primjerice, ako kod neke izvedenice na zlato poluga iznosi 1 : 5, to znači da će, ako cijena zlata poraste za samo *jedan* posto, investitor ostvariti prinos od *pet* posto. Ali, ali,

spomenuti i razliku između pojma *špekulant* i *investitor*: iako se špekuliranje od investiranja prvenstveno razlikuje po stupnju rizičnosti (špekulanti su osobe sklonije riziku), površni će mediji jednu te istu osobu blagonaklono nazvati investitorom kada zarađuje, a čim počne gubiti, oplest će ju i prozvati špekulantom. Razlika nije u promjeni naravi ili u drukčijoj strategiji ulaganja te osobe, već samo u pravcu u kojem je poluga djelovala.

Nadalje regulativa na tržištu izvedenica mnogostruko je blaža i labavija nego na ostalim tržištima, što odgovara mnogima. Zidar na visokogradnji može osigurati svoj život policom osiguranja koja će njegovoj obitelji isplatiti odštetu ukoliko strada na radnom mjestu. No on ne može kupiti policu osiguranja na ime kolege, koja bi njemu jamčila isplatu ukoliko se kolegi nešto dogodi, premda zna da njegov suradnik prije posla redovito boravi u birtiji. Drugim (tj. ružnijim) riječima, on se ne može okladiti da će njegov kolega poginuti na radnom mjestu, odnosno ne može kupiti policu životnog osiguranja na njegovo ime, u svoju korist, od trećeg kolege zidara. Da bi tko smio izdavati i prodavati police osiguranja, mora prethodno dobiti odobrenje od nadležne institucije (što nigdje nije lako ishoditi), i mora se pridržavati strogih pravila o adekvatnosti kapitala i obveznim pri-

te iako jedna s drugom nemaju baš nikakve izravne veze. Na taj se način rizik prebacivao s jedne strane na drugu, s druge na treću itd., no iako je tvrtka A sama sebe smatrala osiguranom, valja uočiti kako rizik nije nestao, već i dalje postoji, ali mu je zametnut trag - tko zna tko ga je sve kupio/prodao, i kod koga se u konačnici nalazi. Izvedenice često skrivaju rizik; prebacuju ga od onih koji rizik razumiju na one koji ga ne razumiju. Tek u trenucima kada do štete zaista dođe vidi se tko ima adekvatno, stvarno pokriće za isplatu naknade štete, a tko je samo špekulirao bez debeloga financijskog jastuka.

Kulisa realne ekonomije

Kroz izvedenice oslikava se mnogo toga što se događa u svjetskoj ekonomiji. Ukupna vrijednost svih proizvedenih dobara i usluga u svijetu procjenjuje se na oko 60 bilijuna dolara. Nasuprot tome, vrijednost svih financijskih izvedenica procjenjuje se na oko 1.200 bilijuna dolara, što znači da na tržištima izvedenica na svako dobro/uslugu koje se proizvedu bilo gdje u svijetu postoji dvadeseterostruka oklada (odnosno polica osiguranja) na vrijednost toga dobra/usluge. *Financijalizacija* je riječ koja donekle opisuje tu pojavu; donedavno je realni svijet (industrija, poljoprivreda; stvarna proizvodnja i usluge) bio u prvom planu, a financijski svijet u drugom, kao pozadina, i služio je samo kao servis prvome. Sada su uloge zamijenjene: financijski svijet vedri i oblači, a realna ekonomija je kulisa. Kako u inozemstvu, tako i u Hrvatskoj, financijske su institucije (banke) središta moći, oko njih se svijet okreće, a sve ostalo postalo je sekundarno. Važno je da su banke stabilne, a ako proizvodnja propada - »nema veze«. Stoga valja razumjeti sljedeće: izvedenica ne može biti vrjednija od imovine iz koje je izvedena. Lišće se ne može dugo zelenjeti ako je korijen truo. Iz loše imovine ne mogu nastati dobre izvedenice. Zapravo, mogu; kada su se loši (tzv. *subprime*) krediti u SAD-u prepakirali u izvedenice (CDO), od trulih kredita financij-

Izvedenice su već ovdje

■ Široka javnost u Hrvatskoj već naveliko (neizravno) ulaže u izvedenice, premda toga nije ni svjesna. Naime mirovinski fondovi uime njih ulažu u neke vrste izvedenica (npr. burzovno trgovane fondove - ETF-ove). Stoga nije naodmet nastojati bolje razumjeti u kojim je to instrumentima pohranjena buduća mirovina.

Uvjeti plaćanja: isključivo u zlatu

■ Na nekim burzama izvedenica namirenje se umjesto papirnim novcem izvršava u zlatu. Dakle tko god smatra da zlato nije novac i da je zlatni standard nestao, grdno se vara, jer se neki financijski instrumenti mogu namiriti isključivo zlatom. Namira zlatom ima temeljnu prednost u tome što ne postoji rizik druge ugovorne strane, jer zlato može izgubiti dio vrijednosti, ali nikada neće izgubiti većinu vrijednosti, kao što je to moguće s papirnim novcem u inflaciji. Nije neobično da se takva pojava događa na burzama izvedenica, jer su one uvijek bile smjerokaz i mjesto gdje se opipava puls nadolazećih trendova.

skom alkemijom nastale su izvedenice izvrsnog rejtinga. No kada je opsjena razotkrivena, te »izvrsne« izvedenice prozrete su kao otrovne, a cijenu alkemije platili su porezni obveznici. U skladu s tim, financijski sektor ne smije biti iznad realnog, niti realni smije biti sporedan, jer vrijednost financijskog sektora izvire iz realne ekonomije. Sve dok tako i ne bude, porezni obveznici će i dalje plaćati cijenu nedodirljivosti financijaša. ■

Izvedenice istodobno omogućuju ograđivanje od rizika i špekulaciju

ali - ako cijena zlata *padne* jedan posto, investitor će izgubiti ne jedan, nego opet pet posto, a ako padne 20 % izgubit će sve. Kod nekih izvedenica poluga iznosi i 1 : 500! Naravno, ovdje brojni ostaju zapanjeni mogućnošću enormne zarade: za samo jedan posto pomaka u pravom smjeru, od tisuću kuna nastat će pet tisuća, a pritom ostaju slijepi pred mogućnošću da na tisuću uložених kuna isto tako mogu izgubiti ne samo uloženu tisućicu, već *pet* tisuća. U tom kontekstu treba

čuvama. S druge strane, brojne se izvedenice u naravi ponašaju kao police osiguranja, a da bi ih se izdalo, kupovalo i prodavalo nije bilo potrebno ispuniti nikakve osobito zahtjevne uvjete. Budući da omogućuju jednostavno transferiranje rizika, izvedenice su postale vrlo popularne. Tvrtka A mogla je kupovati osiguranje u slučaju propasti tvrtke B od tvrtke C, iako nijedna od njih nije ovlaštena osiguravajuća kuća, premda se svaka od njih nalazi na drugom kontinentu,

Bombe s odgođenim paljenjem

■ Što o financijskim izvedenicama misli Warren Buffet, jedan od najpoznatijih i najuspješnijih investitora u svijetu? U pismu investitorima koje je poslao 2002. godine, dakle šest godina prije nastanka globalne financijske krize, koja je dobrim dijelom nastala zbog nekontrolirane upotrebe kreditnih (i drugih) izvedenica, napisao je sljedeće (ovdje su izneseni samo pojedini izvaci iz tog pisma): Izvedenice su, po mom mišljenju, bombe s odgođenim paljenjem; i za one koji se izvedenicama bave, kao i za ekonomski sustav. Ako izvedenice nisu kolateralizirane ili na drugi način zaštićene, njihova konačna vrijednost ovisi o kreditnoj sposobnosti i vjerodostojnosti stranaka koje su uključene u ugovor u izvedenici. Opseg izvedenica ograničen je samo maštom čovjeka (ponekad se čini, samo maštom luđaka). Ako želite izdati izvedenicu u kojoj špekulirate o tome koliko će blizanaca biti rođeno

u Nebraski za 20 godina - nema problema, po određenoj cijeni lako ćete naći suprotnu stranu. No i prije nego taj ugovor dospije, stranke uključene u izvedenice u tekućim izvješćima računovodstveno knjiže svoje dobitke i gubitke - često u enormnim iznosima - a bez da je i jedan cent promijenio vlasnika. Prikazana izvješća o izvedenicama često su nevjerojatno pretjerana. To je stoga što je sadašnja dobit utemeljena na procjenama, a netočnost tih procjena se može otkriti tek nakon mnogo godina. Izvedenice također stvaraju rizik domino efekta, odnosno lančanog povezivanja rizika kod onih koji se u svom poslovanju oslanjaju na druge, odnosno zavisni su o poslovanju drugih (npr. banke, osiguravajuće kuće). Ovdje se velika potraživanja gomilaju kroz vrijeme, a razumni sudionik smatra sebe osiguranim jer je njegova izloženost diversificirana na druge strane,

i stoga smatra da ta izloženost ne predstavlja opasnost. No pod određenim okolnostima neki događaj koji potraživanje od poduzeća A čini nenaplativim utjecat će i na sva ostala poduzeća (od B do Z) kod kojih imamo potraživanja. Povijest nas uči da kriza stvara probleme koji međusobno koreliraju na načine koji su nezamislivi u stabilno vrijeme. Vjerujem da je stanje na makro razini opasno i da postaje sve opasnije. Veliki iznosi rizika koncentrirali su se u rukama malog broja dilera izvedenicama. Poteškoće jednog brzo će inficirati i ostale. Zbog velike međupovezanosti sudionika samo jedan loš događaj mogao bi biti okidač za ozbiljne sustavne probleme. Po mom mišljenju, izvedenice su financijsko oružje za masovno uništenje i nose opasnosti koje su za sada latentne, ali lako mogu postati letalne.