

2.1 SPOT (PROMPTNO) DEVIZNO TRŽIŠTE

Devizno tržište je najviše aktivno finansijsko tržište na svetu, sa dnevnim prometom koji prelazi ono na glavnim berzama akcija. To je tržište na kome pojedinci, firme i banke mogu kupovati i prodavati strane valute, tj. devize. Kada se govori o deviznom tržištu, onda treba praviti razliku između globalnog deviznog tržišta, koje se sastoji od najvažnijih i najvećih finansijskih centara na svetu (poput Londona, Njujorka, Tokia, Pariza, Ciriha, Frankfurta, Singapura, Hong Konga) i nacionalnog deviznog tržišta. Na globalnom deviznom tržištu se trguje sa konvertibilnim valutama, kao što su američki dolar, evro, jen, britanska funta, kanadski dolar, itd. Pored globalnog deviznog tržišta, postoji i tzv. lokalno ili nacionalno devizno tržište neke zemlje, na kome učestvuju komercijalne banke te zemlje (i eventualno centralna banka ako ima potrebu da interveniše). Komercijalne banke koje učestvuju na lokalnom deviznom tržištu zastupaju interese svojih klijenata, pravnih lica, tj. kompanija, i na bazi zahteva svojih klijenata kreiraju dnevnu ponudu i tražnju za devizama na deviznom tržištu. Odnosno, kompanije izvoznici, preko banaka posrednika, nastupaju sa ponudom deviza, jer su te devize ostvarili prodajom proizvoda na inostranim tržištima, dok kompanije uvoznici kreiraju tražnju za devizama, jer su im devize potrebne da bi uvezli proizvode iz inostranstva. Takođe, potražnja za stranim valutama nastaje i od strane fizičkih lica, ali u daleko manjem iznosu u odnosu na kompanije, i oni svoju potrebu za konverzijom valuta uglavnom podmiruju preko menjačnica. Tako na primer, potreba fizičkih lica za konverzijom valuta nastaje u slučaju kada turisti posete drugu zemlju i onda moraju zameniti svoju nacionalnu valutu za valutu zemlje koju posećuju da bi obavili kupovinu u stranoj zemlji. U sučeljavanju ponude i tražnje za devizama, kreira se devizni kurs neke konveribilne valute (\$, €, ¥, £) prema nacionalnoj valuti te zemlje, i u zavisnosti od delovanja sila ponude i tražnje za devizama na lokalnom deviznom tržištu, devizni kurs može da apresira ili depresira.

Što se tiče globalnih finansijskih centara koji su prethodno navedeni, oni su povezani elektronskim putem i u stalnom su međusobnom kontaktu, i na taj način se formira tzv. jedinstveno međunarodno tržište deviza. Ovakvo tržište se još naziva i spot ili promptno devizno tržište, jer se transakcije zamene valuta odvijaju promptno, tj. brzo. Međutim, treba reći da se razmena valuta na spot tržištu ne dešava trenutno, nego razmena valuta obično postaje efektivna dva dana nakon sklapanja sporazuma između banaka. Do „kašnjenja“ dolazi jer u većini slučajeva treba dva dana da se sprovedu instrukcije plaćanja preko bankarskog sistema. Na spot deviznom tržištu, broj jedinica jedne valute koje se pretvaraju u jedinice druge valuta, su izražene u obliku bankarskih depozita. Depoziti se prenose sa računa prodavca na račune kupaca, sa uputstvima za razmenom valute u obliku elektronskih poruka. Kao što je rečeno, izvršenje transakcije na spot deviznom tržištu se obavlja u relativno brzom vremenskom periodu, koji obično traje 1 ili 2 dana.

Na ovaj način, nacionalne komercijalne banke posluju kao *de facto* klirinške kuće za devize koje su tražili i isporučili rezidenti neke zemlje tokom stranih transakcija. Ako komercijalne banke ne bi obavljale ovu funkciju, onda bi, na primer, američki uvoznik, kome trebaju britanske funte morao da pronađe američkog izvoznika koji ima funte da bi napravili razmenu valuta. Ovaj proces bi zahtevao mnogo vremena i bio bi vrlo neefikasan, i u suštini bi bio jednak povratku na barter trgovinu ili trampu.

Prema tome, posmatrano na nivou nacionalnog deviznog tržišta, ako je ukupna potražnja države za devizama na bazi njenih stranih transakcija veća od ukupne ponude deviza, kurs po kome se valuta menja za neku drugu valutu će morati da poraste (depresira) da bi se izjednačile ukupne količine ponude i potražnje za devizama. Isto se dešava i na globalnom nivou, odnosno ako je tražnja za nekom konvertibilnom valutom veća od njene ponude, takva valuta apresira, odnosno jača u odnosu na druge valute. U slučaju da takvo prilagođavanje kursa nije dozvoljeno, zbog sprovođenja politike fiksnog deviznog kursa, onda bi centralna banka morala da izađe na devizno tržište sa svojom ponodom deviza (ili dinara) i tako nadomesti nedostatak deviza ili dinara koji postoji na deviznom tržištu, a sve u cilju održavanja fiksnog deviznog kursa. Centralna banka bi tada delovala kao „krajnji zajmodavac" i obezbeđivala bi neophodne devize za komercijalne banke iz deviznih rezervi po fiksnom deviznom kursu. Sa druge strane, ako država ima višak ponude deviza na bazi svojih transakcija sa drugim državama (i ako prilagođavanje deviznih kurseva nije dozvoljeno), onda bi višak ponude bio zamenjen za nacionalnu valutu u centralnoj banci države po fiksnom kursu, i na taj način bi se povećavale devizne rezerve države.

Empirijski primer 2.1. – Dominantnost američkog dolara

Danas je američki dolar dominantna međunarodna valuta, koja služi kao obračunska jedinica, sredstvo razmene i sredstvo očuvanja vrednosti (što su tri osnovne funkcije novca) ne samo za domaće transakcije u Americi, nego u velikoj meri i za zvanične međunarodne transakcije. Cene brojnih sirovina, poput nafte, gasa, poljoprivrednih proizvoda, plemenitih metala i industrijskih metala se izražavaju u američkom dolaru, i zato je njegova zastupljenost u međunarodnoj trgovini velika. Istorijski posmatrano, američki dolar zamenio je britansku funtu nakon Drugog svetskog rata na mestu dominantne svetske valuta primarno zbog dominacije američke ekonomije posle Drugog svetskog rata, koja je izašla iz rata kao apsolutno najveća globalna ekonomska sila sa udelom u svetskom BDP-u od 50%. Drugi razlozi za dominaciju dolara su postojanje velikih i dobro razvijenih finansijskih tržišta u Sjedinjenim Državama, i relativna stabilnost dolara u odnosu na druge valute.

Međutim, sa jačanjem drugih globalnih ekonomija, dominacija dolara slabi. Od svog nastanka, u januaru 1999, evro kao zajednička valuta 17 od 27

zemalja članica Evropske unije je postao druga najvažnija svetska valuta za međunarodna plaćanja. Tabela 2.1. prikazuje relativni značaj dolara, evra i drugih glavnih valuta za svetsku ekonomiju u 2010. godini. Tabela pokazuje da je 2010. godine 42,5 procenata deviznog trgovanja bilo u američkom dolaru, u poređenju sa 19,6 odsto u evrima, 9,5 procenat u japanskom jenu, dok manji procenat odlazi na britansku funtu i švajcarski franak. Tabela takođe pokazuje da 58,2% međunarodnih zajmova banaka, 38,2 procenata međunarodnih ponuda obveznica i 52% međunarodnih trgovinskih faktura su denominirane u američkim dolarima. Takođe, 61,5% globalnih deviznih rezervi se drži u američkim dolarima, u poređenju sa 26,2 procenta u evrima, dok mnogo manji procenti važe za jen i ostalo valute. Iako je američki dolar postepeno izgubio dominantnu ulogu kao jedina svetska valuta, koju je imao od kraja Drugog svetskog rata, i dalje ostaje dominantna valuta u svetu i dan danas.

Tabela 2.1. Značaj pojedinačnih svetskih valuta na globalnom nivou u 2010 godini*

	Globalno trgovanje valutom	Međunarodni bankarski kredit	Međunarodna ponuda obveznica	Međunarodne trgovačke fakture	Devizne rezerve
Američki dolar	42,5	58,2	38,2	52,0	61,5
Evropski evro	19,6	21,4	45,1	24,8	26,2
Japanski jen	9,5	3,0	3,8	4,7	3,8
Britanska funta	6,5	5,5	8,0	5,4	4,0
Švajcarski franak	3,5	2,1	1,5	NA	0,1
Druge valute	18,7	9,8	4,4	13,1	4,4

* podaci tabeli su dati u %. NA znači not available (nije dostupno)

Izvor: Banka za međunarodno poravnanje (Bank of International Settlements – BIS)

Generalno, na deviznom tržištu se mogu identifikovati četiri nivoa transaktora ili učesnika deviznog tržišta. Na prvom nivou su tradicionalni korisnici kao npr. turisti, uvoznici, izvoznici, investitori i tako dalje. Oni su neposredni korisnici i ponuđači stranih valuta. Na drugom nivou su komercijalne banke koje deluju kao klirinške kuće između korisnika i imaoca deviza. Na trećem nivou su tzv. devizni brokeri, preko koga komercijalne banke različitih država izravnavaju devizni priliv i odliv među sobom u zavisnosti od potrebe. Ovaj nivo se zove međubankarsko ili veleprodajno devizno tržište. Konačno, četvrti ili najviši nivo čini centralna banka države, koja deluje kao prodavac ili kupac poslednje instance, kada je ukupna ponuda i potražnja za devizama nejednaka. Centralna banka tada ili umanjuje svoje devizne rezerve prodajom deviza komercijalnim bankama ili ih uvećava kupovinom deviza od komercijalnih banaka, u cilju stabilizacije deviznog kursa.

Prema tome, ovo što je rečeno u ovom poglavlju čini tzv. spot ili promptno devizno tržište, a ovo tržište se razlikuje od tzv. forward ili terminskog tržišta gde se obavlja razmena valuta na neki datum u budućnost (mesec dana, dva

meseca, tri meseca ili šest meseci). Forward (terminsko) devizno tržište je tema narednog poglavlja.

Empirijski primer 2.2. – Rađanje evra

1. januara 1999. godine evro (€) je stupio na snagu kao jedinstvena valuta u 11 od tadašnjih 15 zemlje članice Evropske unije (Austrija, Belgija, Nemačka, Finska, Francuska, Irska, Italija, Luksemburg, Španija, Portugal i Holandija). Grčka je primljena početkom 2001, Slovenija 2007, Kipar i Malta 2008, Slovačka 2009, a Estonija 2011 – što čini broj zemalja koje su članice evrozone od 17. Broj članica Evropske unije je 27 zemalja. Britanija, Švedska i Danska su izabrale da ne uzmu evro kao svoju valutu. Uvođenje evra je bio prvi put da se grupa suverenih zemalja dobrovoljno odrekla svoje valute u korist zajedničke valute i to se smatra jednim od najvažnijih ekonomskih događaja posleratnog perioda. Euro je od samog početka postao važna međunarodna valuta, jer evropska Monetarna unija ili EMU ispunjava sledeće veoma važne kriterijume: 1) EMU je velika ekonomija i trgovačka jedinica, po veličini čak i veća od SAD; 2) ima velika, liberalna i dobro razvijena finansijska tržišta; i 3) ima nisku inflaciju koja je garancija da će vrednost evra biti stabilna. Međutim, to ne moraju biti razlozi zbog kojih bi evro morao zameniti američki dolar u skorije vreme na mestu vodeće međunarodne valute, jer (1) većina cena primarnih roba (sirovina), poput nafte, plemenitih metala i poljoprivrednih proizvoda se iskazuju u američkim dolarima, a to će verovatno ostati slučaj i u budućnosti; (2) najveći broj zemalja koje nisu članice EMU verovatno će i dalje koristiti dolar za većinu njihovih međunarodnih transakcija u doglednoj budućnosti; i (3) na kraju treba reći da čista inercija (navika korišćenja dolara) pogoduje američkom dolaru da zadrži primat u globalnim okvirima. Najverovatnija situacija će biti sledeća, evro će deliti vodeću poziciju sa dolarom tokom narednih decenija, ali vrlo je verovatno da će sve veću ulogu u svetkim okvirima zauzimati kineski juan. Iako je Kineski juan i dalje zvanično nekonvertibilan, Kina je započela brzu internacionalizaciju svoje valute razvijanjem offshore tržišta valute i podsticanje upotrebe juana u izmirivanju i fakturisanju međunarodnih trgovinskih transakcija. Svetska banka je predvidela da će do 2025, evro i juan postati jednako važan u globalnim okvirima kao i američki dolar, čime će biti stvoren novi multi-valutni međunarodni monetarni sistem.

2.2 FORWARD (TERMINSKO) DEVIZNO TRŽIŠTE

Predhodno objašnjene spot (promptne) devizne transakcije, koje se realizuju u periodu od 1-2 dana, se mogu okarakterisati kao neodložne (trenutne) devizne transakcije. Sa druge strane, forward devizni kursevi podrazumevaju odloženo izvršenje deviznih transakcija, odnosno u nekom periodu u budućnosti. Sa

aspekta definicije, forward devizni kurs bi mogao da se objasni kao kurs koji je ugovoren danas, pri čemu će razmena valuta biti obavljena na određeni datum u budućnosti. Tipični terminski ugovor se sklapa na jedan mesec, tri meseca ili šest meseci, a najčešća forward ugovori su na tri meseca. Sklapanje forward ugovora na duži period nije tako često zbog velikih neizvesnosti promene deviznog kursa. Međutim, forward ugovori mogu se ponovo ugovoriti za jedan ili više perioda kada dospeju, tj. isteknu. U trenutku sklapanja forward deviznog kursa, postoji razlika između spot i forward deviznog kursa. Drugim rečima, forward ili terminski kurs može biti manji ili veći od promptnog kursa, a to zavisi od procene banke kako vidi buduće kretanje deviznog kursa, odnosno da li se u budućnosti očekuje jačanje ili slabljenje valute. Iako sklapanje forward ugovora nosi sa sobom rizik pogrešne procene budućeg deviznog kursa, i samim tim nastanak potencijalnih gubitaka za strane koje u njemu učestvuju, tabela 2.3. pokazuje da se na dnevnom globalnom nivou obavi značajan promet čistih forward transakcija (odnosno onih transakcije koje nisu u okviru SWAP aranžmana). Forward devizno tržište je vrlo bitno za smanjenje rizika koji proizilaze iz promene kursa prilikom uvoza, izvoza, pozajmljivanja ili investiranja u drugim zemljama. Forward devizne ugovore sa bankom uglavnom sklapaju kompanije koje se bave uvozom ili izvozom, a u cilju zaštite od značajnijih oscilacija deviznog kursa u budućnosti.

Tabela 2.3. Prosečni dnevni promet na deviznom tržištu u milijardama \$ po godinama

Instrument	2004	2007	2010	2013	2016	2019
Ukupni promet na deviznom tržištu	1.913	3.293	3.930	5.303	4.984	6.482
Spot transakcije	631	1.005	1.489	2.047	1.652	1.987
Forward transakcije	209	362	475	679	700	999
SWAP transakcije	954	1.714	1.759	2.240	2.378	3.202
Opcije i fjučersi	119	212	207	337	254	294

Izvor: Banka za međunarodno poravnanje (Bank for International Settlements, Basel, Switzerland), April 2020

Međutim, forward transakcije takođe koriste i špekulanti (to mogu biti neki bogati pojedinci ili određene finansijske institucije, poput hedž fondova), kojima je glavni interes da zarade profit na kupovnim i prodajnim deviznim kursovima, tj. na razlici u ceni između forward kursa i trenutnog spot kursa. Drugim rečima, špekulant može sklopiti forward (terminski) ugovor sa bankom o kupovini određene količine deviza na određeni period u budućnosti (npr. 3 meseca). Špekulant ulazi u ovaj posao očekujući da će devizni kurs neke valute za tri meseca porasti u višem iznosu nego što je forward kurs po kome je on kupio neku valutu na period od 3 meseca. Ako se to desi, onda će špekulant zaradi na razlici u ceni između forward kursa po kojem je kupio devize na rok od 3 meseca i trenutnog spot kursa. Međutim, ako spot kurs nakon tri meseca bude niži od 3-mesečnog forward kursa, onda će špekulant pretrpeti gubitak, jer

on kupovinom valute po forward kursu ne može da je proda na spot tržištu po većem kursu, nego po nižem.

Forward ugovori se sastavljaju između banke i njihovih klijenata ili između dve banke. Tržište nema centralnu lokaciju, što je slično spot deviznom tržištu, a klijenti, banke i brokeri su povezani internetom, SWIFT platformom i sličnim elektronskim mrežama. Osnovna međubankarska karakteristika forward deviznog tržišta tiče se tzv. neprekidnog, otvorenog, dvosmernog licitiranja između učesnika, što se naziva „Kontinuirana dvostruka aukcija sa otvorenom ponudom“. Odnosno, svaka banka na zahtev klijenta oglašava svoj forward kurs po kome bi prodala (bid) ili kupila (ask) određenu valutu. Brokeri na forward deviznom tržištu igraju sličnu ulogu kao i na spot tržištu, i služe za uparivanje naloga za kupovinu i prodaju između zainteresovanih strana.

2.3 FORWARD PREMIJA I FORWARD DISKONT

Kao i u slučaju spot deviznog kursa, ravnotežni forward devizni kurs se utvrđuje na preseku potražnje i ponude na tržištu za terminsku isporuku deviza. Potražnja i ponuda na forward deviznom tržištu nastaju u cilju zaštite od promene deviznog kursa u budućnosti.

Kao što je ranije rečeno, u bilo kom trenutku, forward devizni kurs može biti jednak, iznad ili ispod odgovarajućeg spot deviznog kursa za neku valutu, a ta razlika između spot i forward kursa može biti forward premija ili forward diskont. Drugim rečima, ako je forward devizni kurs niži od spot deviznog kursa, onda se kaže da se strana valuta prodaje po tzv. forward diskontu. Sa druge strane, ako je forward devizni kurs iznad spot kursa, onda se kaže da se strana valuta prodaje po tzv. forward premiji. Na primer, ako je spot devizni kurs između američkog dolara i evropskog evra: $1\$ = 1\text{€}$, a tromesečni forward devizni kurs je: $0,99\$ = 1\text{€}$, onda kažemo da je evro na tromesečnom diskontu od 1 posto (ili na četiri posto forward diskonta za godinu dana) u odnosu na dolar. Sa druge strane, ako je spot stopa $1\$ = 1\text{€}$, a tromesečni forward kurs je $1,01\$ = 1\text{€}$, onda se kaže da se evro prodaje po tromesečnoj forward premiji od 1 posto ili 4 posto godišnje.

Forward diskonti (FD), tj. popusti, i forward premije (FP) se obično iskazuju u procentima godišnje u odnosu na odgovarajući spot devizni kurs i može se formalno izračunati sledećom formulom:

$$FD \text{ ili } FP = \frac{FR - SR}{SR} \times 4 \times 100$$

gde je FR forward devizni kurs, a SR je spot devizni kurs. Množenje sa 4 znači da se tromesečni diskont ili premija iskazuje na godišnjem nivou. Ako bismo posmatrali forward ugovor na šest meseci, onda bi koeficijent preko koga se izražava godišnji iznos premije ili diskonta bio 2.

Prema tome, ako je spot devizni kurs između američkog dolara i evropskog evra: $1\$ = 1\text{€}$, a tromesečni forward devizni kurs je: $0,99\$ = 1\text{€}$, onda je forward diskont (FD) na godišnjem nivou:

$$FD = \frac{\$0,99 - \$1,00}{\$1,00} \times 4 \times 100 = \frac{-\$0,01}{\$1,00} \times 4 \times 100 = -0,01 \times 4 \times 100 = -4\%$$

Sa druge strane, ako je ako je spot stopa $1\$ = 1\text{€}$, a tromesečni forward kurs je $1,01\$ = 1\text{€}$, onda je forward premija (FP) na godišnjem nivou:

$$FD = \frac{\$1,01 - \$1,00}{\$1,00} \times 4 \times 100 = \frac{\$0,01}{\$1,00} \times 4 \times 100 = 0,01 \times 4 \times 100 = 4\%$$