

2.4 VALUTNE SWAP TRANSAKCIJE

Valutni swap (čita se swop) ili tzv. swap transakcija je posao u kome se vrši promptna prodaja (kupovina) jedne valute i terminska kupovina (prodaja) iste valute u jednom ugovoru, odnosno jednoj poslovnoj transakciji. Iako se radi o jednoj poslovnoj transakciji, kupovina i prodaja valute su vremenski razdvojene. Neko preduzeće koje ima poslovanje sa inostranstvom i u kratkom roku prelazi iz jedne valute u drugu, ima interes da zaključi swap transakciju sa bankom. Na primer, kompanija iz Srbije ima nameru da kupi investicionu opremu iz Nemačke u iznosu od 1 miliona evra. Da bi opremu mogla da nabavi, prvo mora konvertovati dinare u evre.

Sa druge strane, ova kompanija takođe očekuje da naplati svoj izvoz u Nemačku u evrima za tri meseca. Pošto se radi o dve transakcije koje su vremenski odvojene, prvo pretvaranje dinara u evre (nabavka opreme), a zatim pretvaranje evra u dinare (naplata izvoza), jedna od opcija je da se obe transakcije obave odvojeno na spot (promptnom) tržištu uz plaćanje provizije za promenu valute u svakoj transakciji. Umesto da to uradi na promptnom tržištu, a kasnije, u odvojenoj transakciji takođe na promptnom tržištu, kompanija može kod banke da napravi valutni swap, koji uključuje obe konverzije valute u jednom poslu. To praktično znači da, uz manju proviziju banci, kompanija može da zatraži da banka u jednom ugovoru konvertuje dinare u 1 milion evra po promptnom kursu, i istovremeno ugovori zamenu evra za dinare po forward (terminskom) kursu za tri meseca. Provizija koju kompanija plaća banci u ovom poslu (dve transakcije obuhvaćene jednim ugovorom) je manja nego u slučaju da postoje dve odvojene transakcije (promptna prodaja evra za dolare, i promptna kupovina evra za dolare nakon mesec dana). Swap stopa je razlika između promptnog i terminskog deviznog kursa u konkretnom poslu valutnog svopa, i iskazana je na godišnjem nivou.

Vraćajući se na tabelu 2.3. iz prethodnog poglavlja, može se videti prosečan udeo dnevnih deviznih transakcija na globalnom nivou od 2004-2019 godine, izraženo u hiljadama milijardi dolara (trilionima). Tabela prikazuje ukupan ili zbirni promet svih deviznih transakcija, kao i devizne transakcije po različitim vrstama (spot transakcije, forward transakcije, swap transakcije i transakcije sa valutnim derivatima – opcijama i fjučersima). Kao što se može videti iz tabele 2.3., najveći prosečni udeo dnevnog prometa na deviznom tržištu imaju transakcije u obliku swap-a, zatim spot devizne transakcije i obične forward devizne transakcije, koje podrazumevaju samo jednu deviznu transakciju za neki dan u budućnosti. Da ponovimo, forward transakcija ili tzv. neposredni terminski ugovor o razmeni dve valute sastoji se u ugovoru o razmeni dve valute po dogovorenoj ceni na budući datum. Na primer, sporazum o kupovini kanadskih dolara u 180 dana za američke dolare po forward kursu od 1.3988 kanadskih dolara za 1 američki dolar. Sa druge strane, swap ugovor je posao iz

dve komponente, odnosno spot (promptna) transakcija u jednom smeru plus forward (terminska) transakcija u obrnutom smeru.

Swap transakcije su korisne za one klijente koji istovremeno kupuju i prodaju neke valute, pri čemu je ta kupovina i prodaja vremenski razdvojena, a na ovaj način efikasno se izbegava rizik promene deviznog kursa kod klijenata koji imaju brojne transakcije ulazaka i izlazaka u neku valutu u budućem periodu. Pošto su u swap poslu poznati devizni kursevi po kojima se kupuje i prodaje određena valuta, onda se klijent ne suočava sa rizikom promene deviznog kursa. Korisnost swap-a za međunarodne investitore i zajmoprimce pomaže nam da razumemo njihov dominantan udeo globalnim deviznim transakcijama, kao što je prikazano u tabeli 2.3.

Takođe, swap-ovi pomažu bankama da ekonomišu, odnosno da uravnoteže svoje forward (terminske) poslove za različite valute. Na primer, banka za neke datume i valute može da ima više kupovnih ugovora, dok za neke druge valute i datume može da ima više prodajnih ugovora. Kako bi uravnotežila svoju poziciju, swap-ovi pomažu banci da ekonomično upravlja spot i forward transakcijama u smislu izbegavanja stanja dominantne pozicije, bilo da je to spot ili forward. Na primer, ako banka A ima dominantno poziciju u ugovorima sa klijentima, po kome kupuje valutu po spot kursu, a prodaje istu valutu po forward kursu, onda je interes ove banke da pokuša da pronađe drugu banku, banku B, koja ima suprotnu situaciju. Na ovaj način obe banke uravnotežuju svoje spot i forward pozicije, dok istovremeno štede na broju transakcija kojima se ovo postiže.

2.5 FJUČERSI NA VALUTE

Valutni fjučersi su standardizovani ugovori kojima se, kao i drugim vrstama fjučersa (na naftu, plemenite metale, poljoprivredne proizvode, indekse akcija itd.), trguje na fjučers berzi. Kupovinom fjučers ugovora (eng. *futures*) stiče se obaveza da se kupi ili proda određen iznos deviza određenog dana u budućnosti, po unapred poznatoj ceni, tj. deviznom kursu. Na ovaj način, klijent koji je kupio fjučers ugovor se zaštićuje od promene deviznog kursa u budućnosti, što je slično forward (terminskim) ugovorima sa bankom. Međutim, za razliku od forward (terminskih) poslova koji se sklapaju između klijenta i banke, i koji se razlikuje za svakog klijenta ponaosob, fjučers ugovorima se trguje na berzi i oni su standardizovani, tj. iznos na koji glase, valuta, i rok dospeća su isti za sve fjučers ugovore. Klijenti koji imaju nameru da kupe ili prodaju devize preko fjučers berze ne moraju da se poznaju, odnosno fjučers berza vodi računa o mehanizmima za izvršenje ugovora. Zainteresovani klijenti (kompanije, pojedinci, komercijalne banke, itd.) koji hoće da kupe ili prodaju devize preko fjučers ugovora ne mogu da to urade direktno, nego to mogu da urade preko berzanskih posrednika, odnosno članova berze (brokera). Drugim rečima,

klijenti izdaju devizne naloge brokerima na berzi da kupe ili prodaju određen iznos deviza u vidu fjučers ugovora. Nalog da se kupi određen iznos deviza, duga pozicija (eng. *long position*), na berzi se uparuje sa nalogom da se proda isti iznos koji je neki drugi klijent dao svom brokeru i sa kojim je taj broker izašao na berzu, kratka pozicija (eng. *short position*). Garanciju obema ugovornim stranama da će biti izvršene ugovorne obaveze obezbeđuje berza, preko klirinške kuće (eng. *clearing house*). Fjučers cene (eng. *futures prices*) valutnih ugovora po kojima se sklapaju fjučers ugovori se utvrđuju na berzi neprekidno, kroz usklađivanje ponude i tražnje za određenim fjučers ugovorima (kupovnim i prodajnim) za određene valute, kako nalozi od klijenta pristižu na berzu. U tom smislu, cene nekog fjučers ugovora se stalno menjaju u zavisnosti od ponude i tražnje za fjučers ugovorima, odnosno ponude i tražnje za određenom valutom. Drugim rečima, cene fjučersa, tj. devizni kurs neke valute se kreće u oba smera (raste ili pada). Tržište fjučersa na devizne kurseve je integralni deo globalnog deviznog tržišta, što znači da je nemoguće zaraditi na tzv. bezrizičnoj arbitraži, kupujući neku valutu po nižem deviznom kursu na spot tržištu i prodajući je na fjučers berzi po višem kursu. Odnosno, postojeće razlike brzo bivaju ispeglane, jer se tražnja na onom tržištu gde je kurs niži povećava, pa se onda i devizni kurs povećava, a na onom tržištu na kome je kurs viši ponuda se povećava, pa se devizni kurs smanjuje.

Ugovori kojima se trguje na fjučers berzi, npr. CME (*Chicago Mercantile Exchange*), kao i fjučers ugovori na svim ostalim berzama na kojima se trguje fjučersima, su standardizovani i imaju specifičan iznos svake valute kojom se trguje na ovom tržištu. Iznose sa kojima se trguje u svakom ugovoru propisuju berza i oni se ne mogu menjati na zahtev klijenata. Na primer, ugovor na japanske jene glasi na 12,5 miliona japanskih jena, ugovor na evro je standardizovan na 125.000 €, ugovor na britanske funte glasi na 62.500 funti. Pored toga, datumi kada svi ugovori dospevaju su takođe standardizovani, i to su samo četiri dana u godini - treća sreda u mesecu martu, junu, septembru i decembru. Bitna odlika fjučers trgovanja je da kupci ugovore retko drže u svom posedu do dospeća, tj. do datuma isteka (eng. *maturity*), a u slučaju da sačekaju rok dospeća, valuta koja je naznačena u fjučers ugovoru se isporučuje dva radna dana po dospeću, jer to važi i za isporuku na promptnom (spot) tržištu. Međutim, u najvećem broju slučajeva (više od 95%) klijenti (kupci i prodavci fjučers ugovora) ne čekaju rok dospeća nego zatvaraju svoju poziciju na fjučers berzi zauzimajući suprotnu poziciju. Lica sa kratkom pozicijom (prodavci fjučers ugovora) mogu izbeći isporuku osnovne aktive (u ovom slučaju valute) tako što će kupiti fjučers ugovor i time poništiti svoju poziciju, i obrnuto. Drugim rečima, kupci fjučersa prodaju fjučers ugovor, a prodavci fjučersa kupuju fjučers ugovor u istom iznosu i na isti datum. Ovako visok procenat nerealizovanih fjučers ugovora govori o prirodi trgovanja na fjučers berzi, što ukazuje da najveći broj trgovaca sa fjučersima učestvuje na fjučers berzi iz špekulativnih razloga. Drugim rečima, njima je jedini cilj da ostvare profit na

dnevnom kretanju deviznih kurseva, a nije im cilj da dočekaju istek fjučers ugovora kako bi kupili ili prodali neku valutu, kao vid zaštite od rizika deviznog kursa. Berze nalažu isporuku aktive ako se pozicije u ugovoru ne zatvore pre dospeća ugovora.

Međutim, postavlja se pitanje šta se dešava sa drugom ugovornom stranom u fjučers transakciji, kada jedna od strana iz govora zatvori svoju poziciju? U tom slučaju, berza je dužna da nađe suprotnu stranu (preko klirinške kuće), odnosno da kupcu nađe prodavca, i prodavcu da nađe kupca, a ako to nije moguće, onda sama berza zauzima suprotnu stranu iz ugovora. Drugim rečima, berza se javlja u tim slučajevima kao kupac za sve nerealizovane prodaje i prodavac za sve nerealizovane kupovine.

Da bi mogli da učestvuju u trgovanju na fjučers berzi, klijenti koji hoće da participiraju na fjučers berzi (kupci i prodavci valutnih fjučersa) preko brokera moraju da polože određeni iznos sredstava kao maržu (eng. *margin*) na svoj depozitni račun kod klirinške kuće. Odnosno, klijenti otvaraju marginski račun kod brokerske kuće, a brokerska kuća kao posrednik koji može u ime klijenta da učestvuje u trgovanju na fjučers berzi, otvara marginski račun kod klirinške kuće na berzi. Račun na koji se polažu sredstva naziva se depozitni račun ili račun marže (eng. *margin account*). Iznos koji se mora uplatiti u vreme sklapanja ugovora naziva se početni depozit (eng. *initial margin*) i njegov iznos određuje fjučers berza, a on može da iznosi oko 15-20% od vrednosti fjučers ugovora.

Proces trgovanja se odvija tako da klirinška kuća uparuje ponudu i tražnju za fjučers ugovorima koji zainteresovani klijenti dostavljaju preko brokera, pri čemu se cene fjučersa, odnosno devizni kursevi valuta sa kojima se trguje, stalno menjaju. Drugim rečima, to je tzv. igra nultog zbira, gde iznos klijenta koji je zaradio u promeni cene fjučersa je jednak iznosu klijenta koji je izgubio u promeni cene fjučersa. Konstantne zarade i gubici koje klijenti beleže zbog promena cena fjučersa se odražavaju i beleže na njihovim marginskim računima, koje su oni morali da otvore da bi započeli trgovanje na fjučers berzi. To znači da se iznosi na marginskim računima klijenata svakodnevno menjaju, odnosno nekim učesnicima se iznosi na marginskom računu povećavaju, ako se cene fjučersa kreću u njihovu korist, dok se drugima smanjuju, ako se cene fjučersa kreću u njihovu štetu. Na primer, kupac fjučers ugovora (duga pozicija) na neku valutu se zaštitio od rasta deviznog kursa te valute, i njemu svaki rast deviznog kursa na spot tržištu uvećava stanje na njegovom marginskom računu na fjučers berzi. To je suštinski zato jer on može kupiti valutu po nižem kursu iz fjučers ugovora i onda je prodati na tržištu po trenutnom većem spot kursu. Suprotno se dešava sa prodavcem fjučers ugovora. Njemu odgovara da tržišni (spot) devizni kurs opada, jer je on prodao valutu preko fjučers ugovora po određenom kursu na određeni termin u budućnosti. Ako devizni kurs opada, ovaj trgovac će zaraditi jer kada dospe fjučers ugovor, on jednostavno može kupiti valutu po nižem tržišnom kursu i prodati je po višem kursu iz fjučers

ugovora. Promene na marginskom računu se realizuju samo ako se pozicija iz ugovora zatvori pre njegovog dospeća. Ako se fjučers ugovor drži do kraja dospeća, onda promene na marginskom računu se ne realizuju, zato što dolazi do stvarne kipovine ili prodaje deviza po kursu po kom je fjučers ugovor kupljen (prodan). Kao što je rečeno, većina fjučers ugovora ne dočeka datum dospeća, što znači da se onda marginski računi svake strane iz fjučers ugovora usklađuju sa promenama tržišnog deviznog kursa. Odnosno, koliko je nekom učesniku iznos na marginskom računu povećan, toliko je suprotnoj strani iznos na marginskom računu smanjen.

Ukoliko u procesu trgovanja i stalnom usklađivanju marginskih računa, iznos marže na računu klijenta kod klirinške kuće padne ispod određenog nivoa, koji se naziva marža održanja (eng. *maintenance level*), klijent dobija poziv od brokera (eng. *margin coll*) da dopuni stanje depozita na svom računu do nivoa inicijalnog iznosa, u relativno kratkom vremenskom intervalu, jer u suprotnom neće moći da nastavi trgovanje pošto će mu račun biti zatvoren.

Mehanizam marže ćemo prikazati na jednom primeru. Pretpostavimo da CME berza zahteva inicijalnu maržu za fjučers ugovor na britansku funtu u iznosu od 2.000 \$ po ugovoru, a marža održanja je 1.500 \$ po ugovoru. Kao što smo već videli, jedan fjučers ugovor na britanske funte glasi na 62.500 funti. Brokери koji trguju na CME, svojim klijentima mogu zahtevati i veći iznos marže za manje klijente (po visini naloga za kupovinu ili prodaju) i manji iznos za veće klijente. To praktično znači da ako tržišna vrednost ugovora izračunata prema ceni na zatvaranju trgovine, dostigne kumulativni pad veći od 500\$, ceo iznos ovog pada se mora nadoknaditi (uplatiti) na račun klijenta kod brokera i brokera kod klirinške kuće. Ukoliko se stanje na depozitnom računu klijenta kod brokera i brokera kod klirinške kuće poveća iznad inicijalnog nivoa, sredstva se mogu podići sa računa ili mogu da se iskoriste kao depozit za sledeći fjučers ugovor. Klijent ima interes da podigne sredstva iznad inicijalnog nivoa ako se ovo stanje održava u dužem vremenskom periodu, jer na ovaj višak sredstva ne dobija nikakvu kamatu. Ukoliko se radi o manjim iznosima sredstava, propuštena dobit zbog njihovog držanja na ovom računu nije velika.

Usklađivanje stanja na račun u depozita vrši se svakodnevno i naziva se dnevno poravnanje (eng. *marking to market*). Upoređuje se cena fjučersa na zatvaranju tekućeg radnog dana (*settle price*) sa cenom istog ugovora prethodnog dana. Ukoliko cena fjučersa poraste u odnosu na prethodni dan, za iznos razlike uvećava se račun brokera kod klirinške kuće i klijenta sa dugom pozicijom kod brokerske kuće, a smanjuje se račun brokera i klijenata sa kratkom pozicijom. Ako se cena fjučers ugovora smanji, smanjuje se iznos na marginskom računu klijenta sa kratkom pozicijom.