

## 4 UČESNICI DEVIZNOG TRŽIŠTA, ARBITRAŽA I RIZIK DEVIZNOG KURSA

### 4.1 UČESNICI NA DEVIZNOM TRŽIŠTU

U prethodnom poglavlju je bilo reči o faktorima koji utiču na ponudu i tražnju za devizama na deviznom tržištu, a u ovom podpoglavljju će biti reči o subjektima, tj. participantima koji učestvuju na deviznom tržištu, a koji su vođeni isključivo svojim interesima.

Glavni učesnici na deviznom tržištu su:

- 1) komercijalne banke,
- 2) transnacionalne kompanije,
- 3) nebankarske finansijske institucije,
- 4) brokeri i
- 5) centralne banke.

**1. Komercijalne banke:** Učešće preduzeća u međunarodnoj trgovini tesno je povezana sa komercijalnim bankama. Svako preduzeće koje učestvuje u međunarodnoj trgovini (bilo da se bavi uvozom ili izvozom) ima račun otvoren kod neke komercijalne banke. Ukoliko je, na primer, potrebno da preduzeće iz Srbije izvrši plaćanje za uvezenu robu iz Nemačke u iznosu od 100.000€, preduzeće daje nalog svojoj banci da sa njegovog računa u dinarima skine odgovarajući iznos potreban za kupovinu 100.000€. Ako pretpostavimo da je devizni kurs evra 118 dinara za jedan evro, banka će sa računa preduzeća skinuti 11.800.000 dinara. Ako banka u svom posedu nema 100.000€, taj iznos će nabaviti od neke druge banke koja ima naznačena sredstva na raspolaganju. Ovaj iznos će preko korespondentske banke u Nemačkoj, sa kojom domaća banka ima saradnju, biti isplaćen nemačkom izvozniku. Navedeni primer pokazuje da se komercijalne banke javljaju kao subjekti deviznog tržišta u cilju zadovoljenja potreba njihovih klijenata. Međutim, uloga banaka na deviznom tržištu time se ne iscrpljuje, jer banke mogu da stupe u deviznu trgovinu sa drugim bankama na tzv. međubankarskom deviznom tržištu. Ove transakcije predstavljaju glavninu trgovanju na deviznom tržištu. Kao što smo ranije rekli, najmanji iznos u međubankarskoj trgovini na globalnom spot deviznom tržištu je, po pravilu, 1 milion dolara (ili ekvivalentni iznos u stranoj valuti) za većinu deviznih transakcija. Devizna odeljenja velikih međunarodnih banaka, kao što su *Industrial and Commercial Bank Of China*, *City bank*, *JPMorgan Chase*, *Deutsche Bank*, *Bank of America* ili *Barclays*, itd. u vodećim finansijskim centrima (Njujork, Frankfurt i London) imaju dominantnu ulogu na deviznom tržištu. Takođe, komercijalne banke ponekad igraju ulogu špekulanta na deviznom tržištu, pokušavajući da procene u kom pravcu će se kretati devizni

kurs, i trgujući u skladu sa ovim procenama. Još češće, banke mogu biti arbitražeri na deviznom tržištu, doprinoseći na taj način uravnoteženju deviznih kurseva između različitih globalnih finansijskih centara.

U međubankarskoj trgovini banke mogu svojim klijentima da omoguće kupovinu ili prodaju retkih valuta pod povoljnijim uslovima nego što bi to bilo u slučaju da kompanija koja kupuje tu valutu sama traga za drugom kompanijom koja prodaje istu valutu. Prilikom međubankarske trgovine, banke deluju kao market mejkeri (eng. *market makers*) (kupuju i prodaju strane valute sa ciljem da na razlici ostvare zaradu). Komercijalne banke mogu da se uključe u deviznu trgovinu direktno u međusobnim kontaktima, ili preko brokera.

**2. Transnacionalne kompanije (TNK):** Savremene TNK imaju razgranato poslovanje u više zemalja, tako da su plaćanja i naplate u različitim valutama prirodna posledica njihovog prisustva u različitim zemljama. Ukoliko ogranak jedne TNK posluje u Srbiji, on ostvaruje i iskazuje rezultate svog poslovanja u dinarima. Kad se ukaže potreba za kupovinom neke robe u inostranstvu, kompanija može dinarima da kupi željenu valutu na deviznom tržištu u Srbiji, i da kupljenim dolarima plati robu u SAD. Sa porastom unutarkompanijske (eng. *intrafirm*) razmene, raste uloga plaćanja unutar istog preduzeća ili trgovinskog odnosno proizvodnog lanca. Time se povećava potreba TNK za izlaskom na devizno tržište.

**3. Nebankarske finansijske institucije:** Liberalizacija finansijskog tržišta najrazvijenijih zemalja je doprinela jačanju konkurencije između nebankarskih finansijskih institucija. Brojni institucionalni investitori (investicioni fondovi, penzioni fondovi, osiguravajuće društva i dr.) međusobno se utrkuju ko će klijentima ponuditi raznovrsnije usluge. Pri tome se neretko radi o uslugama koje se neznatno razlikuju od bankarskih usluga. Rast obima trgovanja ovih institucija na deviznom tržištu govori o njihovoj rastućoj ulozi na međunarodnom tržištu kapitala.

**4. Brokeri:** Brokeri, kao specijalizovani subjekti, često posreduju između komercijalnih banaka u realizaciji poslova kupoprodaje deviza. Zbog stalnog kontakta sa mnogim bankama, brokeri su u prilici da prate kretanje deviznih kurseva i o tome obavestavaju zainteresovane banke. Brokeri, za razliku od dilera, ne deluju u svoju korist i za svoj račun, već isključivo u ime klijenta i za takve usluge naplaćuje proviziju.

**5. Centralne banke:** Centralne banke intervenišu na deviznom tržištu u cilju održavanja deviznog kursa na željenom nivou. U zlatnom standardu i Bretonvudskom sistemu, centralna banka je imala zadatak da devizni kurs domaće valute održava blizu njenog valutnog pariteta. Ista obaveza je postojala u slučaju kada bi zemlja vezala kurs svoje valute za drugu valutu. U režimu slobodnog fluktuiranja deviznog kursa, centralne banke takođe mogu da intervenišu na deviznom tržištu ukoliko žele da tržišnu vrednost svoje valute održe u željenom okviru. Ponekad je dovoljna intervencija manjeg obima da bi

se kurs stabilizovao, dok je u drugim prilikama potrebna intervencija većeg obima da bi se stabilizovalo devizno tržište. Kao primer intervencija većih razmera, može se navesti pritisak na devizni kurs dinara tokom jeseni 2008. godine. Da bi sprečila veće pramene deviznog kursa dinara, Narodna banka Srbije je prodala na deviznom tržištu skoro jednu milijardu evra iz deviznih rezervi i uspela da zadrži devizni kurs u ciljanim okvirima. Intervencijama na deviznom tržištu, centralna banka povećava ili smanjuje devizne rezerve.

## 4.2 VALUTNA ARBITRAŽA

Devizni kurs između bilo koje dve valute ogleda se na istom nivou u različitim finansijskim centrima širom sveta, a to se postiže tzv. arbitražom. Arbitraža je proces u kome fizička i pravna lica (banke, brokerske kuće, investicioni fondovi, penzioni fondovi, itd.) svojim aktivnostima na deviznom tržištu pokušavaju da ostvare profit kupujući valute na određenom finansijskom tržištu po nižem kursu, pri čemu obavljaju njihovu trenutnu preprodaju na finansijskom tržištu gde je devizni kurs veći. Na primer, ako je cena evra u USD bila 0,99 dolara u Njujorku i 1,01 dolara u Frankfurtu, arbitražer (obično trgovac devizama, tj. komercijalna banka) bi kupio evre po 0,99 dolara u Njujorku i odmah ih preprodao u Frankfurtu za 1,01 dolara, realizujući tako profit od 0,02 USD za evro. Iako se zarada po prenesenom euru čini mala, na milijardu evra zarada bi bila 20.000 dolara za samo nekoliko minuta rada. Od toga se moraju oduzeti troškovi provizije elektronskog prenosa i ostali troškovi koji su povezani sa arbitražom.

U ovom postupku traženja razlika u deviznim kursovima među finansijskim tržištima, devizni kursevi se vrlo brzo izravnuju između različitih finansijskih centara, i mogućnost zarade na razlici u deviznim kursovima vrlo brzo isčezava. Nastavljajući naš primer, vidimo da arbitraža povećava potražnju za eurima u New Yorku, jer je devizni kurs niži u odnosu na Frankfurt, a na taj način se vrši pritisak na rast cena dolara u New Yorku. U isto vreme, povećana prodaja evra u Frankfurtu utiče na raste ponude evra na ovom finansijskom tržištu, pa se tako vrši silazni pritisak na dolarsku cenu evra u Frankfurt. To se nastavlja sve dok cena jednog evra u dolaru brzo ne postane jednaka u New Yorku i Frankfurtu (recimo  $1 \$ = 1 €$ ), čime se eliminiše profitabilnost dalje arbitraže.

Kada su samo dve valute i dva monetarna centra uključeni u arbitražu, kao u prethodnom primeru, onda imamo arbitražu u dve tačke. Kad su tri valute i tri finansijska centra uključena u arbitražu, onda imamo trouglastu ili trostranu arbitražu. Iako trouglasta arbitraža nije baš uobičajena u praksi jer podrazumeva nepotrebne transakcione troškove konverzije valute (pošto se valuta dva puta konvertuje), ona deluje na isti način u smislu obezbeđivanja konzistentnosti

ukrštanja deviznih kurseva između tri valute u tri finansijska centra. Na primer, pretpostavimo da su devizni kursevi sledeći:

$$\text{\$1} = \text{€1} \text{ u New Yorku}$$

$$\text{€1} = \text{£0,64} \text{ u Frakfurtu}$$

$$\text{£0,64} = \text{\$1} \text{ u Londonu}$$

Unakrsni devizni kursevi su konzistentni jer je onda:

$$\text{\$1} = \text{€1} = \text{£0,64}$$

i stoga ne postoji mogućnost profitabilne arbitraže.

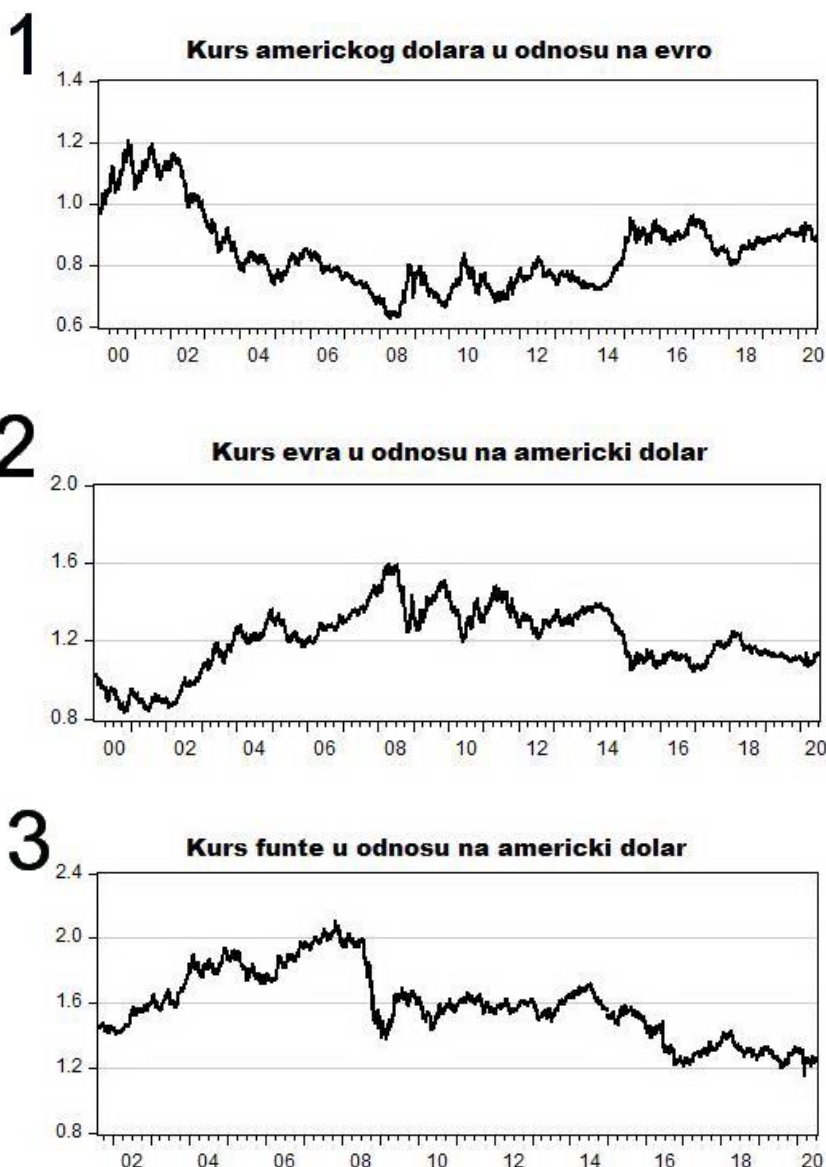
Međutim, ako je dolarska cena evra bila 0,96 dolara za jedan evro u Njujorku, a ostali devizni kursevi ostali kao što su naznačeni, tada biste platili 0,96 dolara za kupovinu 1€ u Njujorku, a 1€ da kupite 0,64 funte u Frankfurtu, a onda biste razmenili 0,64 funte za 1 dolar u Londonu, čime ostvarujete profit od 0,04 dolara na svaki evro. S druge strane, ako je cena evra u dolaru u Njujorku 1,04 dolara, situacija bi bila upravo suprotna – to jest, iskoristite 1\$ da kupite 0,64 funte u Londonu, razmenite 0,64 funte za 1€ u Frankfurtu i zamenite 1€ za 1,04 dolara u Njujorku, ostvarujući tako profit od 0,04 USD na svaki evro. Kao i u slučaju arbitraže u dve tačke, trouglasta arbitraža povećava potražnju za valutom u finansijskom centru gde je valuta jeftinija, povećava ponudu valuta u finansijskom centru gde je valuta skuplja i time se brže eliminišu nepodudaranja među unakrsnim deviznim kusevima između različitih finansijskih centara. Kao rezultat, arbitraža brzo izjednačava devizni kurs za svaki par valuta i rezultira doslednom ukrštanju među svim parovima valuta, na taj način objedinjujući sve međunarodne finansijske centre u okviru jedinstvenog globalnog deviznog tržišta.

### **4.3 RIZIK DEVIZNOG KURSA**

Kao što je objašnjeno u poglavlju 3.2., na devizni kurs utiču brojni faktori, što konstantno pomera krive potražnje i ponude za valutom određene zemlje, uzrokujući promene deviznog kursa. Drugim rečima, usled različitih faktora, koji mogu biti fundamentalne prirode, kao što je visina stopa inflacije, visina kamatne stope, monetarna politika zemlje, itd. ili mogu biti subjektivne prirode, kao što su preferencije prema određenim proizvodima određene zemlje (subjektivan ukus), krive potražnje i ponude za nekom valutom se menjaju svakodnevno, a ponekad i po nekoliko desetina procentnih poena u kriznim periodima.

Prema tome, nepredviđeno kretanje deviznog kursa se definiše kao rizik deviznog kursa. Čak i faktor kao što je očekivanje jačanja dolara od privrednih subjekata može dovesti do apresijacije dolara. Ukratko rečeno, u dinamičnom i promenljivom svetu, devizni kursevi često variraju, odražavajući stalnu promenu u brojnim ekonomskim snagama, koje deluju simultano (istovremeno). Na slici 4.1. se mogu videti empirijska kretanja tri konvertibilne valute, američkog dolara, evra i britanske funte.

**Slika 4.1.** Dinamičko kretanje dolara, evra i funte u direktnoj kotaciji



**Izvor:** Delo autora

Očigledno je da su prisutne značajne oscilacije sve tri valute. Sve tri valute koje su prikazane na slici se posmatraju u direktnoj kotaciji, što znači ako se te tri valute posmatraju kao domaće valute, onda se postavlja pitanje koliko jedinica domaće valute treba izdvojiti za jednu jedinicu inostrane valute. Interesantno je uporedno pogledati slike američko dolara i evra, jer se te dve valute posmatraju recipročno jedna u odnosu na drugu. Drugim rečima, apresijacija dolara na prvoj slici se očitava kao depresijacija evra na drugoj slici, i obrnuto.

Evidentno je da su sve tri valute zabeležile značajna oscilatorna kretanja u protekle dve decenije, a česte i relativno velike fluktuacije kursa podrazumevaju postojanje rizika deviznog kursa prema svim pojedincima, firmama i bankama koje moraju da izvrše ili prime isplate u budućnosti u stranoj valuti. Na primer, pretpostavimo da američki uvoznik kupuje robu u vrednosti od 100,000 od firme iz Evropske monetarne unije i mora da je plati za tri meseca u eurima. Ako je sadašnji spot kurs  $E = \$ 1 / €1$ , tada je trenutna vrednost plaćanja u dolaru koju mora izvršiti u roku od tri meseca 100 000 USD. Međutim, niko ne garantuje da će taj kurs važiti i za tri meseca, i verovatno neće, pa onda spot devizni kurs može da se promeni i da bude  $E = \$ 1,10 / €1$ . Onda bi uvoznik trebalo da plati 110.000 USD, ili 10.000 USD više, za uvoz robe. Sa druge strane, za tri meseca spot devizni kurs može biti  $E = \$ 0,90 / €1$ , i u ovom slučaju uvoznik bi morao da plati samo 90.000 ili 10.000 USD manje nego što se očekivalo. Međutim, uvoznik ima dovoljno brige oko samog posla sa uvozom, pa mu dodatna briga oko rizika deviznog kursa nije potrebna. U tom smislu, uvoznik se obično želi osigurati od povećanja cene evra u dolaru za tri meseca. Slično tome, američki izvoznik koji očekuje da će za tri meseca dobiti isplatu u iznosu od 100.000 € dobiće samo 90.000 USD (umesto onih 100.000 \$ koji su predviđeni po današnjem spot kursu:  $E = 1 \text{ USD} / €1$ ), ako se spot stopa deviznog kursa promeni i bude:  $E = 0,90 \text{ USD} / €1$ . Kao što je rečeno, izvoznik, kao i uvoznik, obično želi da izbegne (po maloj ceni) valutni rizik sa kojim se suočava.

Ovde treba reći da postoji nekoliko vrsta izloženosti zbog potencijalne promene deviznog kursa. Te vrste izloženosti ili rizika deviznog kursa su: 1) transakciona izloženost, 2) računovodstvena izloženost i 3) operativna izloženost.

- 1) Transakciona izloženost nastaje kad god se mora izvršiti buduća uplata ili primanje u stranoj valuti. Tada devizni rizik ili takozvana otvorena pozicija se javlja zato što se spot-kursevi vremenom razlikuju.
- 2) Operativna izloženost meri promene sadašnje vrednosti preduzeća koja može da nastane usled promene budućih novčanih tokova (eng. *cash flows*), koji su prouzrokovani neočekivanim promenama deviznog kursa. Drugim rečima, kada se novčani tokovi (ostvarena bruto dobit) koji se ostvaruju u inostanstvu značajnije menjaju zbog promene deviznog kursa, onda se vrednost preduzeća koja se računa kao

diskontovna vrednost tih novčanih tokova takođe menja. Operativna izloženost promeni deviznog kursa može da utiče na dugoročnu isplativost poslovanja preduzeća snažnije od transakcione izloženosti, jer i male promene deviznog kursa mogu imati značajne promene na novčane tokove, a onda posledično i samu vrednost preduzeća.

- 3) Računovodstvena izloženost nastaje zbog toga što se finansijski izveštaji inostranih filijala, koji se iskazuju u stranoj valuti, moraju iskazati u domaćoj valuti kada preduzeće priprema konsolidovani finansijski izveštaj (bilans stanja i bilans uspeha). Drugim rečima, u trenutku kada je iskazan finansijski rezultat za ćerku-kompaniju u nekoj zemlji može da važi jedan devizni kurs, a kada se sastavlja konsolidovani bilans za maticu-kompaniju kasnije, devizni kurs može biti promenjen, pa će se onda, finansijski rezultati za ćerku i maticu kompaniju razlikovati. Rešenje je da se primenjuje isti kurs kada se iskazuju rezultati u finansijskim izveštajima i za ćerke kompanije, i kasnije za maticu kompaniju u konsolidovanom izveštaju.