

2.1 SPOT (PROMPTNO) DEVIZNO TRŽIŠTE

Devizno tržište je deo ukupnog finansijskog tržišta na kojem se prema utvrđenim pravilima i procedurama trguje devizama (stranim valutama). To je mesto na kome se sučeljavaju ponuda i tražnja za devizama, odnosno gde pojedinci, firme i banke mogu kupovati i prodavati strane valute, tj. devize. Devizno tržište se često naziva i međubankarsko devizno tržište, jer su komercijalne banke direktni (glavni) učesnici deviznog tržišta i od njihove ponude i tražnje za devizama se formira dnevni devizni kurs. Pored poslovnih banaka, direktan učesnik je i centralna banka. Centralna banka se pojavljuje na nacionalnom deviznom tržištu samo onda ako treba svojim intervencijama da utiče na devizni kurs, tj. ako vodi režim fiksnog ili upravljano fluktuirajućeg deviznog kursa. U režimu fleksibilnog deviznog kursa centralna banka ne učestvuje na nacionalnom deviznom tržištu, nego se devizni kurs slobodno formira usled sila ponude i tražnje za devizama.

Indirektni učesnici su svi oni subjekti koji kupuju (prodaju) devize, ali nisu neposredan učesnik međubankarskog deviznog tržišta. Ti subjekti su fizička lica, firme i brokerski posrednici. Drugim rečima, fizička lica i firme mogu da kupe (prodaju) devize putem banke ili menjačnica koje rade sa bankama, a brokeri služe da posreduju između banaka prilikom kupovine (prodaje) deviza, ako su angažovani od strane banke. Odnosno, kompanije izvoznici, preko banaka, 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 i ponuda stranih valuta nastaje i od strane fizičkih lica, ali u daleko manjem iznosu u odnosu na kompanije, a oni svoju potrebu za konverzijom valuta uglavnom podmiruju preko menjačnica. Prema tome, učesnici deviznog tržišta su:

- | | | |
|--------------------|---|---------------------|
| 1) Poslovne banke | } | Direktni učesnici |
| 2) Centralna banka | | |
| 3) Fizička lica | } | Indirektni učesnici |
| 4) Firme | | |
| 5) Brokeri | | |

Generalno, mogu se razlikovati dva nivoa na kojima devizno tržište funkcioniše:

- 1) direktni međubankarski nivo i
- 2) indirektni nivo preko deviznih posrednika (brokera).

(1) U slučaju *direktne međubankarske trgovine*, banke trguju direktno međusobno, a sve banke koje učestvuju u tome, čine, odnosno konstituišu devizno tržište i ti učesnici se zovu kreatori deviznog tržišta (market makers). U direktnoj međubankarskoj trgovini, banke ističu kupoprodajne cene, odnosno cene (devizne kurseve) po kojima žele da kupe ili prodaju određene valute. Direktna međubankarska trgovina podrazumeva upućivanje naloga drugim poslovnim bankama sa pitanjem da li imaju slobodnih deviza i da li žele da ih prodaju ili kupe. Ovim putem banke nastupaju kao dileri, tj. trguju i svoje ime i za svoj račun. Međutim, ovaj vid trgovine između banaka

može biti dug i naporan, jer se moraju kontaktirati poslovne banke sa ciljem da se nađe ona poslovna banka koja je voljna da kupi ili proda devize po određenom deviznom kursu. Zbog ovoga, neke banke smatraju da je posao kupovine (prodaje) deviza bolje obavljati preko brokera jer im ostaje više vremena i energije da se posvete svom poslu, umesto da kontaktiraju desetine, pa i stotine banaka. Ovo je drugi tip trgovine na deviznom tržištu, tzv. indirektni nivo, gde se brokeri pojavljuju kao posrednici.

(2) *Indirektnog nivoa trgovanja preko deviznih posrednika* (brokera) podrazumeva da oni nastupaju na deviznom tržištu u svoje ime i za tuđ račun, a posao brokera je da prihvataju takozvane limitirane naloge neke banke. Limitirani nalog je nalog kojeg banka izdaje za kupovinu ili prodaju neke valute, ali sa tačno navedenim deviznim kursom po kojem želi da se ta transakcija obavi. Na primer, poslovna banka može dati nalog kod brokera za kupovinu 10 miliona funti po 1,5550 USD / £. Broker ovaj nalog stavlja u svoju „knjigu“ i pokušava da izvrši transakciju kada se podudara limit nalog sa nalogom za kupovinu britanskih funti kod drugih banaka. Odnosno, dokle god devizni kurs na tržištu nije jednak deviznom kursu iz limit naloga, transakcija neće biti izvršena. Čim se tržišni devizni kurs izjednači sa limit nalogom, tog trenutka transakcija (kupovna ili prodajna) se izvršava. Brokeri, naravno, za svoje usluge posredništva naplaćuju proviziju.

Prethodno objašnjenje deviznog tržišta se odnosi na lokalno devizno tržište na kome i centralna banka može da učestvuje. Međutim, pored lokalnog deviznog tržišta postoji i globalno devizno tržište, na kome ne učestvuju centralne banke, nego samo poslovne banke. Najveći finansijski centri globalnog deviznog tržišta su London, Njujork, Tokio, Pariz, Cirihi, Frankfurt, Singapur, Hong Kong. Na globalnom deviznom tržištu se trguje sa konvertibilnim valutama, kao što su američki dolar, evro, jen, britanska funta, kanadski dolar, itd. Globalno međubankarsko tržište deviza je najveće i najlikvidnije finansijsko tržište na svetu, čiji je prosečni dnevni promet iznosi oko 2 triliona (hiljada milijardi) dolara. Najveći deo trgovanja, preko 31% ukupnog dnevnog trgovanja se obavlja u Londonu. Prema tabeli 2.1., Sjedinjene Države imaju drugi najveći udeo, a slede Japan, Singapur, Nemačka, Švajcarska, itd.

Tabela 2.2. Geografska distribucija prosečnog dnevnog prometa na globalnom deviznom tržištu u 2019. godini

Zemlja	Udeo u globalnoj dnevnoj trgovini
Velika Britanija	31,1
Sjedinjene Američke Države	15,7
Japan	9,1
Singapur	6,2
Nemačka	5,4
Švajcarska	4,4
Hong Kong	4,1
Australia	3,2
Francuska	3,0
Druge zemlje	17,8
UKUPNO	100,0

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

Na globalnom deviznom tržištu, banke i brokери su povezani elektronski – tzv. satelitskom komunikacionom mrežom koja se zove „Društvo za međunarodni finansijski svet telekomunikacija“ (Society for Worldwide International Financial Telecommunications – SWIFT). Ovaj elektronski komunikacioni sistem, osnovan je u Briselu u Belgiji, i on povezuje banke i posrednike u svakom finansijskom centru. Banke i brokери su u stalnom kontaktu sa nekima od finansijskih centara 24 sata dnevno. Zbog brzine komunikacije, globalni događaji (kao na primer Brexit, pobeda Trampa na predsedničkim izborima 2016., razne pojave ratnih sukoba, oscilacije cene nafte, itd.) se gotovo trenutno detektuju i odražavaju na devizna tržišta svuda u svetu uprkos ogromnim daljinama koje razdvajaju pojedinačna devizna tržišta. To čini globalno devizno tržište vrlo efikasnim, iako njega čini više svetskih finansijskih centara koji su fizički odvojeni i vrlo udaljeni, a efikasnost deviznog tržišta je ista ili čak i veća od tržišta akcija ili robnog tržišta, koja su smeštena pod jednim krovom u vidu berze. Treba reći da se efikasnost jednog tržišta meri efikasnošću obrade informacija i ugrađivanjem tih informacija u cenu nekog finansijskog instrumenta (neke akcije ili berzanskog indeksa), robe (zlato, nafta, poljoprivredni proizvodi, itd.) ili valute sa kojom se trguje na tržištu. Takođe, efikasnost deviznog tržišta se ogleda u izuzetno uskim razlikama između kupovne i prodajne cene neke valute. Ove razlike mogu biti manje od jedne desetine procentne vrednosti između kupovne i prodajne vrednosti neke valute u različitim finansijskim centrima.

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 preko SWIFT-a. 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.

Prema tome, posmatrano i sa nivoa nacionalnog i globalnog 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, i obrnuto.

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 postojanja 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 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 krediti	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)

Empirijski primer 2.2. – Rađanje evra

1. januara 1999. godine evro (€) je stupio na snagu kao jedinstvena valuta u 11 od tadašnjih 15 zemalja članica Evropske unije (Austrija, Belgija,

Nemačka, Finska, Francuska, Irska, Italija, Luksemburg, Španija, Portugal i Holandija). Grčka je primljena u Evropsku monetarnu uniju početkom 2001, Slovenija 2007, Kipar i Malta 2008, Slovačka 2009, Estonija 2011, Letonija 2014 i Litvanija 2015 – što čini broj zemalja koje su članice evrozone od 19. Broj članica Evropske unije je 27 zemalja. Britanija, dok je bila član EU, kao i Švedska i Danska su izabrale da ne uzmu evro kao svoju valutu. Takođe, zemlje Istočne Evrope, kao što se Češka, Poljska, Mađarska, Rumunija, Bugarska i Hrvatska takođe su van evro zone. Stim što Hrvatska uzima evro kao valutu 1.1.2023. godine. 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. Evro je od samog početka postao važna međunarodna valuta, jer evropska Monetarna unija ili EMU ispunjava sledeće veoma važne kriterijume: 1) EMU je veliko ekonomsko područje 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 svetim okvirima zauzimati kineski juan zbog sve većeg udela kineske ekonomije u globalnoj privredi. 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 iznela prognozu do 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

Prethodno 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, postoje i tzv. forward devizni kursevi koji podrazumevaju odloženo izvršavanje 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. Zašto postoji

forward devizno tržište? Forward devizno tržište postoji da bi se eliminisao rizik promene deviznog kursa, koji se svakodnevno menja u onim zemljama koje vode politiku fleksibilnog deviznog kursa. Na ovaj način, kada klijent sklopi forward devizni ugovor sa bankom, on tačno zna po kom deviznom kursu će u budućnosti kupiti ili prodati devize banci. Ovim putem je rizik promene deviznog kursa u budućnosti za klijenta eliminisan, i on slobodno može da planira svoje buduće poslovne poteze po forward kursu koji je dogovorio sa bankom. Forward (terminski) ugovor se najčešće sklapa na period od jednog meseca, tri meseca ili šest meseci, a najčešća forward ugovori su na tri meseca. Međutim, forward ugovor može da sklopi i na neki drugi vremenski period, a to zavisi od potrebe klijenta i ugovora koji se sa bankom sklopi. Sklapanje forward ugovora na duži period od 6 meseci nije tako česta pojava 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 (najčešće je veći), 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 kursevima, 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 većem 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 zaraditi 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. Forward tržište nije centralizovano i forward ugovori nisu standardizovani, zato što svaki klijent sa bankom sastavlja elemente ugovora koji njemu odgovaraju, a tiče se dužine roka dospeća, iznos deviza koji se kupuje (prodaje) i valutu koja se kupuje (prodaje). Zato za forward devizne ugovore ne postoji sekundarno tržište, odnosno oni kada se sklope sa bankom ne mogu da se prodaju na sekundarnom tržištu jer nisu standardizovani. Drugim rečima, uslovi forward ugovora koji odgovaraju jednom klijentu, verovatno ne odgovaraju nekom drugom klijentu, i zato se forward ugovori vrlo teško preprodaju kad su jednom sklopljeni.

2.3 FORWARD PREMIJA I FORWARD DISKONT

Kao što je 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. Najčešće je forward kurs veći od spot kursa, jer banka u forward kurs uračunava rizik promene deiznog kursa koji bi bio po nju nepovoljan. Drugim rečima, forward kursevi na duži vremenski period su veći od forward kurseva na kraći vremenski period. 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) i forward premije (FP) se obično iskazuju u procentima na godišnjem nivou u odnosu na odgovarajući spot devizni kurs i mogu se formalno izračunati sledećom formulom:

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

gde je FR forward devizni kurs, a SP 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€, a tromesečni forward devizni kurs je: 0,99\$ = 1€, 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€, a tromesečni forward kurs je 1,01\$ = 1€, onda je forward premija (FP) na godišnjem nivou:

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