

UDK: 339.74

# UPRAVLJANJE RIZIKOM DEVIZNOG KURSA

Šabović Šejla

**Rezime:** Funkcionisanje deviznog tržišta je značajno u uslovima svetske ekonomske krize. Devizni kurs je izuzetno važan za ekonomiju svake zemlje, kao i za funkcionisanje međunarodnog finansijskog tržišta. Problematiku deviznog kursa i platnog bilansa jedne zemlje, nije moguće odvojeno posmatrati.

## UVOD

Devizni kurs predstavlja vrednost neke valute u odnosu na neku drugu valutu. Devizni kurs je cena jedinice strane valute izražene u domaćoj valuti. Devizni kurs pokazuje, koliko jedinica domaće valute treba izdvojiti za jedinicu strane valute.

Osnovna funkcija deviznog kursa je izražavanje cene domaće robe u inostranoj valuti, odnosno inostrane robe u domaćoj valuti. Na taj način se obezbeđuje međusobna uporedivost cena domaće i strane robe. Visina deviznog kursa direktno utiče na obim izvoza i uvoza jedne zemlje i njenu platno-bilansnu poziciju. Sistem međunarodne trgovine počiva na razlikama domaćih i inostranih cena.

Uticao deviznog kursa je veliki, kako na mikro tako i na makro planu. Potreban nivo uvoza obezbeđuje snabdevenost domaćeg tržišta, što je preduslov privrednog rasta. Izvoz povećava

Šejla Šabović

investicije i zaposlenost. Odgovarajući nivo izvoza i uvoza čine jedan od osnova privrednog rasta.

Strategija monetarne politike izuzetno je važna za vitalnost privrede svake zemlje. Ekspanzivna monetarna politika uslovljava: visoku inflaciju, smanjenje efikasnosti privrede, sprečava razvoj zemlje i nanosi veliku štetu ekonomiji. Na drugoj strani, previše restriktivna monetarna politika dovodi do recesije, pada proizvodnje i rasta nezaposlenosti.

## 1. Pojam deviza i valuta

Devizni kurs je izuzetno važan za ekonomiju zemlje, kao i za funkcionisanje međunarodnog finansijskog tržišta. Devizni kurs utiče na: a) cenu domaće robe koja se prodaje na stranom tržištu, i b) cenu strane robe koja se kupuje na domaćem tržištu.

Problematiku deviznog kursa i platnog bilansa nije moguće zasebno posmatrati. U sistemu fiksnih deviznih kurseva, na neusklađenosti u platnom bilansu devizni kurs nije imao nikakvog uticaja. Devizni kurs je bio potpuno neutralan. Korekcije deviznog kursa bile su retke i neznatne. Danas, kada funkcioniše sistem fleksibilnih deviznih kurseva, veza između deviznog kursa i platnog bilansa je uzročno-posledična. Promene deviznog kursa utiču na stanje u platnom bilansu. Stanje u platnom bilansu jedne zemlje znatno utiče na visinu deviznog kursa.

Većina država danas ima svoju nacionalnu valutu. U SAD je dolar, u Japanu jen, u Engleskoj funta, u Indiji rupi, u Kanadi dolar, u Švajcarskoj franak, u Brazilu real itd. U Evropskoj monetarnoj uniji prihvaćena je zajedniča valuta evro. Trgovina

među državama podrazumeva razmenu različitih vrsta valuta. Na primer, ako jedna japanska firma kupuje robu u SAD, ona mora razmeniti svoju valutu jen za američki dolar. Plaćanja se uglavnom obavljaju putem depozita denominovanih u stranu valutu, odnosno evro-valutu. Trgovina devizama i bankarskim depozitima odvija se na deviznom tržištu. Transakcije koje se obavljaju na deviznom tržištu određuju devizni kurs među valutama.

Radi boljeg shvatanja suštine deviznog kursa i deviznog tržišta, potrebno je prvo objasniti šta znači pojam deviza. Pod tim pojmom uvek se podrazumeva novac strane zemlje. Ne postoji posebna preciznost u definisanju i shvatanju ovog pojma. U praksi je ovaj pojam pogrešno interpretiran. Često se pojmu deviza želi dati konkretan oblik, kao što je menica, ček ili neki drugi surogat koji glasi u stranoj valuti.

To shvatanje je netačno, jer ne izražava suštinu ovog pojma. Menica, ček ili neki drugi surogat u platnom prometu, samo su oblici raspolaganja devizama. Deviza je pre svega imovinsko pravo, pravo na kratkoročno potraživanje izraženo u stranoj valuti. Ako neko ima nekretnine ili hartije od vrednosti u inostranstvu, to se pravo ne može računati kao deviza, ali se može lako pretvoriti u devizu. Devize su znači potraživanja u inostranstvu, po bilo kom osnovu i u bilo kojoj valuti.

Primarna funkcija deviza je plaćanje između država i poslovnih partnera koji se nalaze u različitim zemljama. Pojedinci i preduzeća ne trguju devizama za sopstvene potrebe. Oni kupuju i prodaju proizvode, usluge i hartije od vrednosti. Transakcije trgovanja na deviznom tržištu formiraju devizni kurs. Devizni kurs određuje cenu strane robe, usluga i hartija od vrednosti.

Šejla Šabović

Uopšteno gledano, deviza je pravo raspolaganja određenim delom novčane mase neke strane zemlje. Devize se mogu sticati na više načina, a najvažniji su sledeći:

1. izvoz robe,
2. vršenje usluga,
3. unos stranog kapitala, i
4. zajmovi.

Sticanje deviza putem izvoza robe i vršenjem usluga ima trajni karakter. Unos kapitala i zajmovi su seknundarnog karaktera i moraju se vraćati.

Šta se podrazumeva pod pojmom valuta? Koja je razlika između valute i deviza? Pod valutom se podrazumevaju sve vrste efektivnog, stvarnog stranog novca. Ta vrsta novca u određenoj zemlji predstavlja zvanično sredstvo plaćanja. Prema tome, valuta je efektivni strani novac, dok je deviza žiralni novac. To je osnovna razlika između ova dva pojma.

Primarna uloga valuta sastoji se u kupovanju i prodavanju stranog novca. Kupovina i prodaja valuta vrši se po kursevima koji važe za tu valutu. Kupovina i prodaja valuta nosi određeni rizik za banku. Rizik se ogleda u pogledu falsifikata i mogućnost da je određena valuta povučena iz prometa. U praksi postoje kurentne i egzotične valute. Kurentne valute su pouzdane i stalno prisutne u prometu. One se odmah otkupljuju i isplaćuju u domaćem novcu. Egzotične valute su retke, malo poznate i uglavnom se ne otkupljuju.

U bankama se rad sa devizama uglavnom svodi na:

- a) plaćanje uvoza,
- b) plaćanje izvoza,
- c) otkup i prodaja deviza, i

d) držanje i izvršenje dispozicija stranih lica.

Plaćanje uvoza se vrši preko banke. Banka za račun svog komitenta uvoznika, naređuje isplatu svom inostranom korespondentu. Isplata se vrši sa računa komitenta ili iz potencijala banke putem bankarske doznake u korist inostranog prodavca.

Naplata izvoza se vrši preko banke. Za račun svog komitenta izvoznika, a preko inostranog korespondenta, banka vrši naplatu izvezene robe u formu deviznog priliva na račun izvoznika.

Kupovina i prodaja deviza po osnovu raznih usluga ima nerobni karakter. To obuhvata kupovinu i prodaju deviza za potrebe studija u inostranstvu, lečenja, putovanja i sl.

Držanje i izvršenje dispozicija po računima stranih lica, predstavlja dinarsko potraživanje inostranih računa kod naših banaka.

U zavisnosti od mogućnosti raspolaganja, postoje konvertibilne i nekonvertibilne valute. Konvertibilne valute mogu se slobodno, bez ikakvih ograničenja kupovati i prodavati na deviznom tržištu. Nekonvertibilne valute su zaštićene u okviru jedne zemlje i njima se ne može trgovati van granica zemlje. Režim njihove upotrebe je strogo regulisan. Koriste se samo u nacionalnim okvirima. Kretanje kurseva nekonvertibilnih valuta je vezano za kurs jedne ili više konvertibilnih valuta.

Ako nalažu ekonomski i monetarni interesi, više država mogu da formiraju monetarnu uniju sa jednom valutom. Radi se pre svega o: a) ostvarivanju ekonomskih i monetarnih ciljeva, b) izbegavanju stalnih oscilacija nacionalnih deviznih kurseva, c)

Šejla Šabović

uporedivosti cena i nacionalnih ekonomija, i d) stvaranju zajedničke i stabilne valute. Na tim osnovama je stvorena Evropska monetarna unija sa zajedničkom valutom evro i sa jednom centralnom bankom.

Ako je kretanje jedne valute vezano za kretanje kurseva više valuta, tada se radi o korpi valuta. Osnovna valuta za koju se vežu ostale valute naziva se složena valuta. Postoji više oblika formiranja korpi valuta. Korpa valute može biti kombinacija više valuta u određenim iznosima. Postoje korpe koje se baziraju na različitim sistemima. Da bi se korpa valuta mogla koristiti na deviznom tržištu, bitno je da je čine valute koje su predmet kupovine i prodaje.

Oderđivanje dela koji jedna valuta ima u nekoj korpi, obavlja ona zemlja koja ima noseću ulogu u toj korpi valuta. Postoji više vrsta korpi valuta u svetu, od kojih su dve najpoznatije. Njih evidentira Međunarodni monetarni fond. Od 145 valuta u 1989.godini, 101 valuta je vezana za jednu valutu ili za korpu valuta. Od ostalih 44 valute, samo 8 valuta su nezavisne i slobodno formiraju svoj kurs, a 36 valuta su pod kontrolom nacionalnog zakonodavstva.

Jedna od najpoznatijih korpi valuta danas su Specijalna prava vučenja-SDR u okviru Međunarodnog monetarnog fonda. SDR je formirana 1967.godine. Formiran je od onih svetskih valuta čiji je udeo u obimu svetske trgovine iznosio najmanje 1%. U tom trenutku je bilo 16 zemalja. Već 1981. godine SDR sveo na samo 5 najjačih valuta u svetu: američki dolar-42%, nemačka marka-19%, japanski jen-15%, engleska funta-12% i francuski franak-12%. Kurs korpe SDR dnevno objavljuje Međunarodni monetarni fond. Kurs se formira na bazi srednjih kurseva ovih pet valuta prema američkom dolaru u podne u Londonu. Sve zemlje članice

Međunarodnog monetarnog fonda imaju sopstveni kurs prema SDR.

Druga važna korpa je ECU je formirana još 1978.godine. Ova korpa je tada važila za međusobnu trgovinu 10 zemalja Evropske ekonomske zajednice. Kursevi su bili promenljivi i menjali su se retko na osnovu međusobne konvencije. ECU je bio koristan instrument zaštite od deviznog rizika.

**Tabela 1:** Valute Evropske Unije

1. Nemačka marka	sa	0.719	odnosno	32.00%
2. Funta sterling	sa	0.878	odnosno	15.00%
3. Francuski franak	sa	1.310	odnosno	19.00%
4. Italijanska lira	sa	140.000	odnosno	10.20%
5. Holandski gulden	sa	0.256	odnosno	10.10%
6. Belgijski franak	sa	3.710	odnosno	8.20%
7. Luksemburški franak	sa	0.140	odnosno	0.30%
8. Danska kruna	sa	0.219	odnosno	2.70%
9. Irska funta	sa	0.00871	odnosno	1.20%
10. Grčka dragma	sa	1.15	odnosno	1.30%
UKUPNO:				100.00%

Od 1.januara 2001.godine evro postaje osnovna i jedina moneta plaćanja u okviru Evropske monetarne unije. Evro se pojavljuje u obliku novčanica i kovanog novca. Pokazalo se, da uvođenje zajedničke valute evro ima mnoge prednosti: a) eliminisanje kursnih fluktuacija, b) smanjenje transakcionih troškova, c) prednosti jedinstvenog tržišta, d) oštija konkurencija, e)

Šejla Šabović

privredni rast i zaposlenost, f) lakši pristup tržištu, i g) uporedivost cena.

Valutni paritet je utvrđeni vrednosni odnos jedne valute prema zlatu ili prema nekoj drugoj valuti. Međusobni odnos dve nacionalne valute naziva se intervalutarni kurs. Svaka nacionalna valuta je zakonsko sredstvo plaćanja samo u okvirima te zemlje. Izvan granica zemlje ona nema to svojstvo. Zato se cena strane valute izražena u domaćoj valuti naziva devizni kurs.

Danas se intervalutarne vrednosti valuta formiraju na međunarodnom tržištu. Na osnovu ponude i traženja valuta formira se tržišna cena, koja ustvari predstavlja intervalutarnu vrednost. Devizni kurs je cena strane valute izražena u domaćem novcu.

Ako se devizni kursevi formiraju slobodno na deviznom tržištu na bazi ponude i potražnje, tada se uspostavlja kurs ravnoteže. Kurs ravnoteže se formira na nivou na kome se izražavaju cene domaćih proizvoda i usluga sa cenama u inostranstvu. Taj kurs se zove paritetom kupovnih snaga.

## **2. Pojam i funkcije deviznog kursa**

Problem nastaje ako devizni kurs nije korektno formiran. Devizni kurs može biti precenjen-apresiran ili potcenjen-depresiran. Ako je devizni kurs precenjen, uvozna roba je jeftinija od domaće. Cene na domaćem tržištu su više nego u inostranstvu. Izvoz postaje neisplativ. Posledice precenjenog deviznog kursa su: a) prekomeran uvoz, b) troše se devizne rezerve zemlje, i c) javlja se deficit platnog bilansa. Problemi se

multiplikuju. Devizno tržište ne funkcionise uredno, devizne rezerve se troše, a država se zadužuje kod međunarodnih kreditora. Na ovako stanje direktno utiče neadekvatna politika deviznog kursa.

Jedna od važnih funkcija deviznog kursa je i to, što utiče na alokaciju resursa. Ako je kurs realan, investicione aktivnosti se usmeravaju na propulzivne sektore koji imaju komparativne prednosti. Ne uvozi se roba koja može da se nađe u zemlji. Na domaćem tržištu se ne stvaraju zalihe robe koja može da se proda u inostranstvu. Devizni kurs je važan regulator odnosa na tržištu. Ako je veliki deo roba iz uvoza jeftiniji od domaće robe, to je znak da je devizni kurs apresiran. Ako apresijacija deviznog kursa duže potraje, to će neminovno dovesti do devalvacije. Devalvacija vodi daljim promenama i poremećajima u finansijskom sektoru.

Tržišno ponašanje učesnika na finansijskom tržištu zavisi od visine deviznog kursa. Izuzetno je važno, da li je devizni kurs realan ili nije. Ako je devizni kurs nerealan, većina transakcija obavlja se na paralelnom tržištu u inostranoj valuti. Izbegava se domaća valuta, a država trpi ogromne štete i polako gubi svoj monetarni suverenitet.

Devizni kurs je cena novca jedne zemlje u odnosu na novac druge zemlje. Devizni kurs je vrednost jedne valute u obliku druge valute. Devizni kurs se može posmatrati dvostruko. Na jednoj strani, koliko se jedinica strane valute dobija na jednu ili sto jedinica domaće valute. Na drugoj strani, koliko se jedinica domaće valute daje za jednu ili sto jedinica inostrane valute.

Osnovna podela deviznog kursa je na fiksni i promenljiv (fluktuirajući, varijabilni, plivajući). Fiksni devizni kursevi su

Šejla Šabović

nepromenljivi. Oni imaju utvrđene margine koje su nepromenljive za određeni vremenski period. Na primer, mehanizam deviznog kursa korpe valuta ECU, imao je fiksni karakter koji se po potrebi mogao korigovati. Određeni centralni kursevi između mogli su oscilirati u granicama plus, minus 2,5 procena. Promenljivi kursevi znače njihovo stalno menjanje i usklađivanje sa ponudom i tražnjom na deviznom tržištu.

Godine 1971. napušten je sistem zlatnog standarda i prešlo se na fluktuirajuće devizne kurseve. Na konferenciji u Bretton Woods-u 1944.godine, osnovan je Međunarodni monetarni fond i Međunarodna banka za obnovu i razvoj. Tada je uveden sistem zlatnog standarda-fiksni kurseva, koji su važili sve do 1971.godine. Uvođenje fluktuirajućeg deviznog kursa, unelo je jednu sasvim novu monetarnu dimenziju u međunarodnoj trgovini i na međunarodnom deviznom tržištu. Umesto fiksni devizni kurseva u odnosu na zlatno i dolar, odjednom su fluktuirajući devizni kursevi počeli svakodnevno da se menjaju. To je doprinelo većoj neizvesnosti poslovanja sa inostranstvom. Pojavio se novi rizik u poslovanju banaka i korporacija u vidu rizika deviznog kursa.

Devizni kurs jedne valute može se formirati na osnovu jedne vodeće valute. Devizni kurs može biti vezan i za kretanje proseka više valuta. Reč je o korpi valuta, kao što su SDR i ECU. Odnos jedne nacionalne valute u korpi valuta zavisi od: a) vrednosti ukupne bruto nacionalne proizvodnje, i b) obima spoljno-trgovinske razmene.

U pogledu mogućeg rizika deviznog kursa u bankama, važno je postojanje ukrštenih devizni kurseva. Pod ukrštenim kursovima podrazumevamo cene dve valute prema trećoj. Pošto

se u međunarodnom platnom prometu nalazi veliki broj valuta, važno je utvrditi kurs u odnosu na svaku od njih.

Pravilo ukrštenih deviznih kurseva iziskuje, da se preračunavanje kursa jedne valute u drugu valutu, iskaže onako kakav je njihov međusobni odnos na međunarodnom deviznom tržištu. To znači, kada bi smo pri već pretpostavljenom odnosu dinara i evra od 80 dinara=1 evro, uveli dolar, pri čemu jedan evro vredi 1,2 dolara, to bi neminovno zahtevalo da se kurs dinara prema dolaru formira na nivou od 67 dinara.

$$1 \text{ dolar} = 80/12 \approx 67$$

Time bi svaka od tri valute imala istu vrednost na oba inostrana tržišta. Ako se ne poštuje pravilo ukrštenih deviznih kurseva, može doći do velikih gubitaka na deviznim transakcijama. Zbog toga na međunarodnom deviznom tržištu funkcioniše devizna arbitraža. Devizna arbitraža se bavi problemima formiranja deviznih kurseva.

Transakcije koje se dešavaju na deviznom tržištu formiraju devizni kurs. Dve su vrste transakcija koje se obavljaju na deviznom tržištu. Na spot-promptnom tržištu dešavaju se primarne transakcije. Ove transakcije podrazumevaju trenutnu razmenu ili najduže u okviru dva dana.

Terminske transakcije se dešavaju u budućnosti na terminskom-forward tržištu. Na ovom tržištu se formira terminski devizni kurs.

Ako se vrednost neke valute povećava u odnosu na neku drugu valutu, to je znak da je došlo do apresijacije. Ako se vrednost neke valute smanjuje u odnosu na neku drugu valutu, došlo je do

Šejla Šabović

depresijacije. Na primer, evro je od uvođenja 1999.godine, pa sve do početka 2003.godine depresirao u odnosu na dolar. Početkom 1999.godine evro je vredeo 1.18 dolara. Međutim, početkom 2003.godine 1 evro je iznosio 1.08 dolara. U ovom periodu evro je depresirao u odnosu na dolar 8 procenata.

$$\frac{1,08 - 1,18}{1,18} \times 100 = -8\%$$

Međutim, u istom tom periodu dolar je apresirao u odnosu na evro. Kako je vrednost dolara početkom 1999.godine bila 0,85 evra (1 dolar prema 1,18 evra = 0,85), a početkom 2003.godine vrednost dolara je porasla u odnosu na evro i iznosila je 0,93 evra po dolaru (1 dolar prema 1,08 evra = 0,93). To znači, da je američki dolar apresirao prema evru za 9 procenata:

$$\frac{0,93 - 0,85}{0,85} \times 100 = 9\%$$

Devizni kurs utiče na formiranje relativnog odnosa cena domaće i strane robe. Na primer, cena nemačke robe u dinarima određuje se na osnovu cene nemačke robe u evrima i odnosa deviznog kursa između dinara i evra. Ako na primer, kompjuter u Nemačkoj košta 1.000 evra, a devizni kurs dinara za evro je 80 dinara po evru, kompjuter će koštati 80.000 dinara:

$$80\text{din} \times 1.000\text{€} = 80.000 \text{ din}$$

Međutim, ako nakon 6 meseci na primer, dođe do rasta evra u odnosu na dinar na 90 dinara po evru, doći će i do promene cene kompjutera. Cena kompjutera će se povećati na 90.000 dinara:

$$90 \text{ din} \times 1.000 \text{ €} = 90.000 \text{ dinara}$$

Međutim, ako vrednost evra depresira u odnosu na dinar, iako devizni kurs dinara za evro iznosi 70 dinara, kompjuter će pojeftiniti i koštaće 70.000 dinara. Ovi primeri pokazuju, kako devizni kurs utiče na cenu domaće robe u inostranstvu i cenu inostrane robe na domaćem tržištu. Ako valuta neke zemlje apresira, njena roba postaje skuplja u inostranstvu a inostrana roba je jeftinija.

Apresijacija valute otežava izvoz i prodaju robe u inostranstvu. Apresijacija povećava konkurentnost strane robe na domaćem tržištu, jer ona postaje jeftinija. To dovodi domaće proizvođače i izvoznike u nezavidan položaj i može da ugrozi poslovanje pojedinih, pre svega izvozno orijentisanih kompanija.

Kada valuta neke zemlje depresira, njena roba postaje jeftinija u inostranstvu, a strana roba u toj zemlji postaje skuplja. Depresijacija valute povećava konkurentnost domaće robe na stranom tržištu, a smanjuje konkurentnost strane robe na domaćem tržištu. Depresijacija deviznog kursa poboljšava poziciju izvoznika na međunarodnom tržištu, a otežava poziciju onog dela domaće privrede koja je uvozno zavisna.

### **3. Sistemi međunarodnih plaćanja**

Devizni kurs se formira na dva načina: a) na berzi, i b) na međubankarskom tržištu. I jedan i drugi način formiranja deviznog kursa, predstavljaju oblike deviznog tržišta na kojima se formiraju devizni kursevi. Formiranje deviznog kursa na berzi danas je retko. Devizni kursevi se formiraju na jednom centralnom mestu, na sastanku berze. Svakodnevno, na sastanku berze prisutni su predstavnici banaka, centralne banke i ovlašćeni brokeri. Na berzi se vrši trgovanje valutama i formira

Šejla Šabović

se kurs važnijih svetskih valuta u odnosu na domaću valutu. Najveći deo prometa na berzi obavljaju prisutne banke i brokери za potrebe svojih klijenata. Devizni kurs se formira svakodnevno. Važi do sledećeg sastanka na berzi. Devizni kurs se formira na bazi ponude i tražnje. Predstavnici centralne banke su prisutni na berzi da bi eventualno intervenisali određenim kupovinama i prodajama deviza u cilju korekcije deviznog kursa.

Međubankarsko tržište-OTC, čini mrežu komercijalnih banaka, centralne banke, brokери i kompanije koje trguju na deviznom tržištu. Trgovina se obavlja elektronskim putem preko glavnih finansijskih centara u svetu kao što su: Njujork, London, Tokio i Frankfurt. Na deviznom tržištu se obavlja trgovina terminskim derivatima putem deviznog forvard tržišta, tržišta valutnih fjučersa, svopova i opcija. Ova vrsta spekulativne trgovine sve više utiče na apresijaciju ili depresijaciju određenih valuta.

Međubankarsko tržište je otvoreno 24 časa. Trguje se uglavnom najvećim svetskim valutama, a devizni kursevi se praktično neprestano menjaju. Izloženost banke deviznom riziku na ovom tržištu je izuzetno velika. Banke primenjuju razne instrumente hedžinga od mogućih gubitaka na međubankarskom tržištu.

Da bi zaštitile svoje bilanse plaćanja, skoro sve zemlje u svetu to regulišu posebnim zakonskim merama i procedurama. Te mere se utvrđuju deviznim propisima jedne zemlje. Propisi mogu biti strožiji ili liberalniji. Kakve će mere u deviznom poslovanju biti, zavisi od pozicije platnog bilansa jedne zemlje i stabilnosti njene valute. Kod nas, u platnom prometu sa inostranstvom najvažnije mesto pripada centralnoj banci, zatim mreži komercijalnih banaka i njenih klijenata.

#### 4. Devizno tržište

Devizno tržište je mesto na kome se sučeljavaju ponuda i tražnja devizama. Osnovna pravila funkcionisanja deviznog tržišta su ista kao i svakog drugog tržišta. Razlika je samo u predmetu trgovanja. Međutim, postoje i brojne razlike. One su proizvod određenih specifičnosti deviznog tržišta u pogledu funkcionisanja, nastanka i načina organizovanja.

Devizno tržište je direktno u funkciji međunarodne razmene. Da bi se određena roba uvezla, ona mora prvo da se kupi na međunarodnom tržištu. Na deviznom tržištu mora da se proda nacionalna valuta i kupi strana valuta, kojom će se roba iz uvoza platiti. Slično je i kod izvoza, samo što je proces obrnut.

Devizno tržište je izuzetno raznoliko. Pored kupoprodaje deviza i nacionalnih valuta, raznovrsni su oblici trgovine devizama. Najveći obim deviznih transakcija odnosi se na potraživanja depozita denominovanih u stranoj valuti na računima stranih banaka, poznati kao evro-depoziti. Ova potraživanja su rezultat finansijskih odnosa rezidenta jedne zemlje i nerezidenta drugih zemalja. To je najveći izvor kupoprodaje deviza danas na deviznom tržištu.

Proces razmene i povezivanja svake zemlje u svetske razvojne tokove je neminovan. Procesi globalizacije sve više uklanjaju nacionalne barijere. Devizno tržište, pored lokalnog ima i nacionalni, regionalni, međunarodni i globalni karakter. Vrednost dnevnih transakcija na deviznom tržištu je oko 1.000 milijardi dolara. To je više 100 puta od dnevnog međunarodnog prometa roba.<sup>1</sup> Kako ne postoji kategorija svetskog novca, to se

---

<sup>1</sup> Dr. Branislav Pelević: Uvod u međunarodnu ekonomiju, Beograd, 2006. god. str. 171-189.

Šejla Šabović

putem deviznog tržišta vrše finansijske transakcije između različitih subjekata u različitim zemljama širom sveta. Države koje danas imaju slobodne devizne sisteme i konvertibilne nacionalne valute, dominiraju na međunarodnom tržištu. To se pre svega odnosi na sledeće države i valute:

- SAD dolar – USD
- Evropska monetarna unija – EVRO
- Britanska funta – GBR
- Japanski jen – JPY
- Švajcarski franak – CHF
- Kanadski dolar – CAD

Poslovne banke su najvažniji posrednici u trgovanju nacionalnih valuta na deviznom tržištu. Glavni i najveći monetarni centri na svetu, koji su deo međunarodnog tržišta su: Njujork, London, Tokio i Frankfurt. Svi učesnici na deviznom tržištu povezani su vrlo sofisticiranom mrežom za međunarodne finansijske komunikacije SWIFT (Society for Worldwide International Financial Communications). Na taj način banke na vreme dobijaju neophodne podatke potrebne za donošenje odluka. Zbog toga danas ne postoje bitne razlike u nivou kurseva na nacionalnom i međunarodnom deviznom tržištu.

Za devizno tržište se kaže da je interlokalno. Devizno tržište je preko mreže banaka locirano u svim većim finansijskim centrima širom sveta. Devizno tržište je intertemporalno, jer radi 24 časa dnevno. Iako postoji problem preklapanja radnog vremena, najveći broj finansijskih transakcija obavi se pre podne po srednjo-evropskom vremenu, a tokom predvečeri po istočno-američkom vremenu kada su i berze otvorene.

Međunarodno devizno tržište je danas najveće tržište, kako po obimu finansijskih transakcija, tako i po geografskoj obuhvatnosti. Finansijske transakcije na ovom tržištu su velikih vrednosti. Obavljaju se u vrlo kratkom vremenu i rizik banke je veliki. Najveći obim transakcija odnosi se na kupoprodaju evro-depozita i evro-obveznica. Banke imaju najveći rizik poslovanja na deviznom tržištu.

Osnovne funkcije deviznog tržišta mogu se grupisati na različite načine, a najznačajnije su sledeće:

- a) formiranje deviznog kursa,
- b) sistem međunarodnog plaćanja,
- c) ostvarivanje zaštite od deviznog rizika,
- d) ostvarivanje kliringa,
- e) obezbeđuje realizaciju međunarodnih kredita,
- f) obezbeđuje informatičku osnovu učesnicima na deviznom tržištu,
- g) obezbeđuje odgovarajuću zaradu, i
- h) pomaže u vođenju ekonomske i platno-bilansne politike.

Sve transakcije na deviznom tržištu, u zavisnosti od učesnika, mogu se podeliti na tri načina:

1. Primarne transakcije između banaka i njihovih klijenata. Banke trguju devizama klijenata. One realizuju nostro i loro doznake svojih klijenata, otvaraju akreditive i izdaju devizne garancije, realizuju devizne naloge klijenata na deviznom tržištu u vezi izvoza i uvoza robe i sl.
2. Na međubankarskom tržištu obavlja se kupovina i prodaja deviza. Banke prodaju svoja slobodna devizna sredstva ili kupuju nedostajuća devizna sredstva za svoje potrebe ili za potrebe svojih klijenata. Na deviznom tržištu trgovina devizama i valutama uglavnom se obavlja preko brokera.

Šejla Šabović

Banka na taj način ne otkriva svoju deviznu i stratešku poziciju na tržištu.

3. Centralne banke po potrebi intervenišu deviznim rezervama. Centralne banke kupuju ili prodaju devize u cilju korekcije i usmeravanja deviznog kursa. Na taj način, centralna banka ne dozvoljava nagle promene na deviznom tržištu, koje bi ozbiljnije uticale na promenu deviznog kursa. Ako je tražnja za devizama povećana, centralna banka prodaje devize. Ako je ponuda veća, centralna banka otkupljuje devize na deviznom tržištu.

Učesnici na deviznom tržištu su:

1. banke,
2. centralne banke,
3. korporativni klijenti-uvoznici i izvoznici,
4. građani-fizička lica, i
5. brokeri i dileri.

Banke imaju ključnu ulogu na deviznom tržištu. One se na deviznom tržištu javljaju kao kupci i prodavci deviza. Banke to čine za svoje potrebe i za potrebe svojih klijenata. Preko banaka se vrši razmena nacionalnih valuta na međubankarskom tržištu i obavljaju devizni platni promet. Centralne banke imaju na deviznom tržištu ulogu: a) regulatora, b) nadzora i kontrole, i c) intervencije u cilju održanja stabilnosti deviznog kursa i sprovođenje mera monetarne politike.

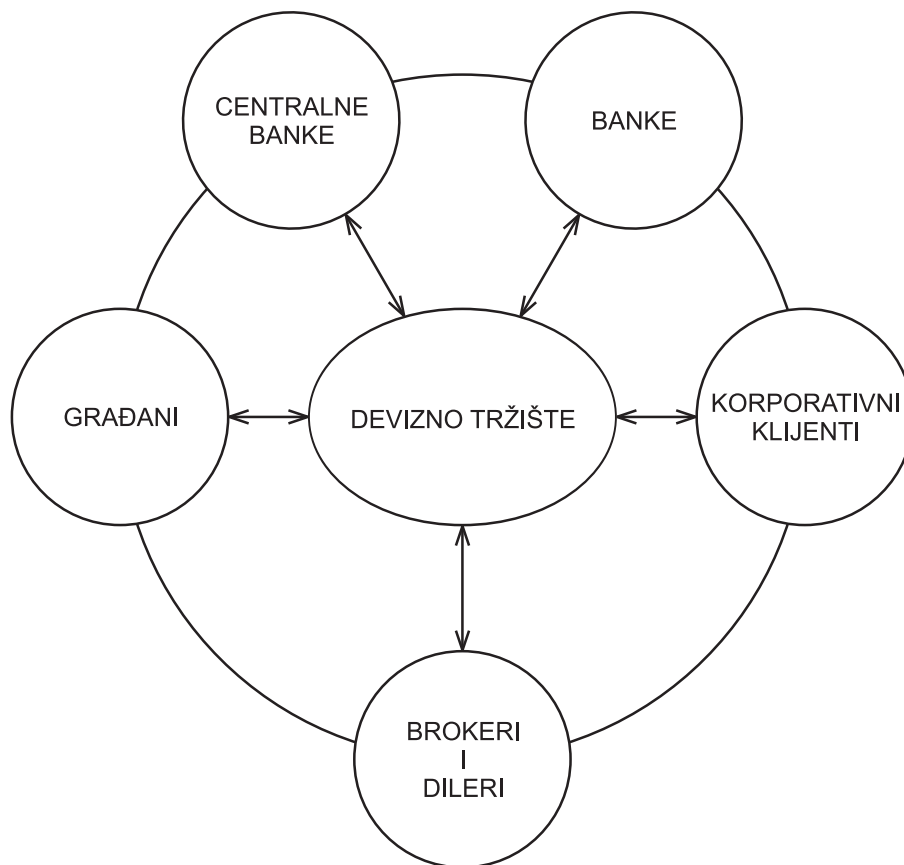
Korporativni klijenti javljaju se uglavnom kao uvoznici i izvoznici na deviznom tržištu. Oni kupuju i prodaju devize na deviznom tržištu. Građani preko svojih banaka kupuju i prodaju devize i realizuju loro i nostro doznake na deviznom tržištu. Na deviznom tržištu pojavljuju se brokeri, dileri, portfolio menadžeri

i drugi specijalni učesnici. Oni rade za račun banke ili za račun svojih klijenata, kao i u svoje ime i za svoj račun.

U svakom ugovoru na deviznom tržištu, pored osnova devizne transakcije, količine i cene, određuje se vreme za realizaciju posla. Na osnovu elementa vreme u kom će se realizovati finansijske transakcije, devizno tržište se deli na dva segmenta:

1. spot ili promptno devizno tržište, i
2. terminsko ili forward devizno tržište.

Na spot deviznom tržištu formira se spot devizni kurs. Devizne transakcije na spot deviznom tržištu izvršavaju se odmah po zaključenom ugovoru, a najkasnije u roku od dva dana. Svi elementi devizne transakcije moraju unapred biti poznati. Na spot deviznom tržištu nema nikakve neizvesnosti: 100 evra po kursu od 1,2 dolara za 1 evro, doneće kupcu 120 dolara i to odmah.



**Slika 1:** Učesnici na deviznom tržištu

Na terminskom ili forward deviznom tržištu zaključuju se terminski poslovi. Kod terminskih poslova ne podudara se vreme kada je ugovor sklopljen, sa vremenom kada će devizna transakcija biti izvršena. Akteri u terminskom poslu, kupac i prodavac, dogovaraju se unapred kada će se obaviti devizna transakcija, za mesec, dva ili šest meseci. Svi elementi ugovora, zajedno sa terminskim deviznim kursom su unapred dogovoreni. Sasvim je nebitno koji će biti spot devizni kurs u trenutku realizacije terminskog posla.

Devizni kurs na terminskom deviznom tržištu formira se na osnovu ponude i tražnje. Moglo bi se reći na prvi mah, da nema nikakve razlike u određivanju spot i terminskog deviznog kursa. Međutim, osnovni element na osnovu koga se određuje terminski devizni kurs je procena o budućem spot deviznom kursu. U vremenu velikih neizvesnosti na međunarodnom deviznom tržištu, kada su kolebanja valuta permanentna, nije lako odrediti devizni kurs u neko buduće vreme. Faktor neizvesnosti sve je prisutniji na deviznom tržištu i direktno utiče na određivanje deviznog kursa.

Pretpostavimo, da neka američka firma treba da sklopi ugovor o uvozu opreme iz Nemačke. Vrednost uvoza je 1 milion evra, sa rokom plaćanja od 6 meseci od dana zaključenja ugovora. Ako je spot devizni kurs na deviznom tržištu 1 evro za 1,2 američkih dolara, postavlja se pitanje, koju odluku da donese američka uvozna firma? Prva mogućnost je da američka uvozna firma u trenutku sklapanja terminskog deviznog ugovora, kupi na spot deviznom tržištu 1 milion evra za 1,2 miliona dolara. Kupljena devizna sredstva zatim deponuje u banku. Na taj način američka kompanija će ostvariti prihod od kamate i nakon 6 meseci izmiriti dospelu obavezu po osnovu uvoza robe iz Nemačke.

Druga mogućnost je, da na terminskom deviznom tržištu kupi 1 milion evra i nakon 6 meseci izmiri obavezu. Međutim, problem je što se očekuje u narednom periodu rast evra u odnosu na američki dolar. Procena je, da će nakon 6 meseci za 1 evro moći da se kupi 1,25 američkih dolara. To znači, da će 1 milion evra nakon 6 meseci na terminskom deviznom tržištu vredeti 1,25 miliona dolara. U osnovi rešenja poslovne odluke američke uvozne firme nalazi se procena terminskog deviznog kursa. Koliko će budući devizni kurs evra biti veći od sadašnjeg? Da li je

Šejla Šabović

veći prihod od kamate na deponovana novčana sredstva ili trošak na osnovu očekivanog rasta terminskog deviznog kursa evra?

I jedna i druga poslovna odluka mogu da donesu i korist i štetu firmi uvozniku. Ako bi ostao odnos 1 evro za 1,2 dolara, za američku uvoznicu firmu bilo bi najbolje, da na spot deviznom tržištu kupi 1 milion evra. Američka uvozna kompanija bez kamate na deponovana sredstva u banci, platila bi manje 50.000 dolara, nego da ih je kupila na terminskom deviznom tržištu (1 milion evra puta 1,25 na terminskom deviznom tržištu, minus 1 milion evra puta 1,20 na spot tržištu iznosi 50.000 dolara).

Potpuno suprotna situacija bi bila, ako bi mimo očekivanja došlo do apresijacije evra u odnosu na dolar. Na primer, nakon 6 meseci 1 evro vredi 1,18 dolara na tržištu. Za izmirenje duga američkoj uvoznoj firmi potrebno je 1 milion evra, koji na spot tržištu košta 1,2 miliona dolara. Američka uvozna firma pod pretpostavkom apresijacije evra ima uštedu od 20.000 dolara nakon 6 meseci u odnosu na spot devizni kurs (1 milion evra, puta 1,18 zbog rasta evra, minus 1 milion evra puta 1,20 na spot tržištu je ušteda od 20.000 dolara). U odnosu na terminski devizni kurs ušteda bi bila nakon 6 meseci 70.000 dolara (1 milion evra puta 1,18 usled rasta evra, minus 1 milion evra puta 1,25 na terminskom deviznom tržištu iznosi 70.000 dolara uštede).

Izuzetno važna grupa poslova koji se javljaju na deviznom tržištu čini devizna arbitraža. Pravilo ukrštenih deviznih kurseva je osnova za formiranje deviznog kursa. Odstupanje od ovog pravila stvara prostor za deviznu arbitražu. Postoje dve vrste devizne arbitraže:

1. diferencijalna devizna arbitraža, i
2. konverzionna devizna arbitraža.

Diferencijalna arbitraža se javlja prilikom istovremene kupovine i prodaje iste devize na deviznom tržištu. Pravilo je kupovati devize gde su jeftinije, a prodavati tamo gde su skuplje. Pretpostavimo da se odnos evra i dolara razlikuju u Frankfurtu i Njujorku. Ako je u Njujorku vrednost evra za 1,20 dolara, a u Frankfurtu je taj odnos 1 evro za 1,25 dolara. Očigledno je, da je evro u odnosu na dolar skuplji u Frankfurtu nego u Njujorku. Na osnovu ovih odnosa deviznih kurseva, vidi se, da bi bilo isplativo prodati evro u Frankfurtu, a kupiti u Njujorku. Ako bi na primer prodali 1.000 evra u Frankfurtu, dobili bi 1.250 dolara. Za 1.200 dolara mogli bi ponovo kupiti 1.000 evra u Njujorku i tako zaraditi na razlici u deviznom kursu 50 dolara.

Devizna arbitraža je nešto složenija ako se devizne transakcije obavljaju na tri ili više tržišta. Kad su prisutna odstupanja ukrštenih deviznih kurseva na nekoliko deviznih tržišta, neophodna je devizna arbitraža. Takva arbitraža naziva se konverzionu devizna arbitraža. Ukrštanje deviznih kurseva na međunarodnom deviznom tržištu, može da bude izuzetno rizičan posao za banku.

## **5. Formiranje deviznog kursa na dugi rok**

Devizni kurs formira se na osnovu ponude i tražnje na deviznom tržištu, kao i cena bilo koje robe na slobodnom tržištu. Ako se uporede cene određenih valuta za proteklih nekoliko godina, primetiće se, da su promene valuta dosta česte. Što su veće ekonomske razlike između pojedinih zemalja, to su veće oscilacije deviznog kursa.

Najvažniji uticaj na formiranje deviznog kursa imaju: a) razlike u cenama, i b) kretanje kamatnih stopa na međunarodnom

Šejla Šabović

tržištu kapitala. Cene su prvi i najvažniji faktor koji determiniše devizni kurs. Teorija deviznih kurseva polazi od različitih uslova mikro i makro okruženja i na različite načine definišu formiranje deviznih kurseva na duži rok. Danas su dominantna dva teorijska pristupa:

1. zakon jedinstvene cene, i
2. teorija pariteta kupovnih snaga.

Zakon jedinstvene cene polazi od sledeće pretpostavke: ako dve zemlje proizvode identičnu robu; ako ne postoje carinska i druga ograničenja; ako su transportni troškovi mali; cena te robe treba da bude ista svuda u svetu, bez obzira na to u kojoj je zemlji proizvedena. Za objašnjenje prethodne pretpostavke može poslužiti ranije prezentirani primer kompjutera koji košta u Nemačkoj 1.000 €. Pretpostavljeni kursu je 1 evro za 1,20 dolara ili 0,83 evra za 1 dolar, odnosno to je 1.200 dolara. To praktično znači, da bi pri ovako uspostavljenim cenama bilo sve jedno, da li kompjuter kupujete u Nemačkoj ili SAD.

Međutim, ako dođe do formiranja kursa na drugačijem nivou, na primer 1,1 € za 1,20 dolara. To je isto što i 1 € za 1,09 dolara (1,20 dolara prema 1,1 €vra = 1,09 dolara). U tom slučaju doći će do promene cene kompjutera. Dolarska cena kompjutera u Nemačkoj biće 1.090 dolara (1.000 x 1,09 dolara je 1.090 dolara), dok je cena istog tog kompjutera u SAD 1.200 dolara. Razlika u ceni između ova dva kompjutera je 110 dolara, (1.200 dolara u SAD – 1.090 dolara u Nemačkoj = 110 dolara).

Iz ovog primera vidi se, da je došlo do depresijacije evra u odnosu na dolar. Jasno je da su nemački izvoznici stimulisani da prodaju, a američki uvoznici da kupuju. Oni svakako slede elementarno pravilo trgovanja, da se kupuje gde je jeftinije, a prodaje gde je skuplje. Nemački izvoznici će prodavati

kompjutere na američkom tržištu, a američki uvoznici će kupovati kompjutere na nemačkom tržištu. Veća ponuda na američkom i veća tražnja na nemačkom tržištu, uticaće da se cene na ova dva tržišta postepeno približe ili izjednače.

Do istog ishoda bi došlo ako bi se cena deviznih kurseva formirala u suprotnom smeru. Na primer, 0,90 evra za 1,20 dolara (1 € za 1,33 dolara). Tada bi nemački uvoznici kupovali kompjutere u SAD, a izvoznici iz SAD prodavali kompjutere u Nemačkoj. To bi trajalo sve dok ne dođe do izjednačavanja cene pod uticajem ponude i tražnje.

Teorija pariteta kupovnih snaga je jedna od najvažnijih teorija po kome se određuje devizni kurs.. Osnov za razumevanje ove teorije je teorija zakona jedinstvene cene. Između ove dve teorije postoji razlika. Dok teorija jedinstvene cene utvrđuje odnose cena pojedinačnih proizvoda, dotle teorija pariteta kupovnih snaga upoređuje opšte nivoe cena između pojedinih zemalja. Prema ovoj teoriji, devizni kurs bilo koje dve valute odražava nivo cena dveju država. Ova teorija je upravo primena zakona jedinstvene cene kada je u pitanju nacionalni nivo cena, a ne pojedinačne cene.

Za ilustraciju ove teorije može da posluži raniji primer kompjutera koji košta u Nemačkoj 1.000 €. Pretpostavimo da su cene nemačkih kompjutera povećane za 10 procenata u odnosu na cene američkih kompjutera u dolarima, čija je cena ostala ista. Ako primenimo zakon jedinstvene cene na nivou cena obe države, dobijamo teoriju pariteta kupovne snage. Ako se nivo cena u Nemačkoj poveća za 10 procenata u odnosu na nivo cena u SAD, doćiće do apresijacije dolara za 10% u odnosu na devizni kurs evra.

Šejla Šabović

Ovaj primer ukazuje na to, da ukoliko se nivo cena u jednoj državi poveća u odnosu na nivo cena u drugoj državi, da će njena valuta depresirati u odnosu na valutu druge države koja će apresirati. U prethodnom primeru doći će do apresijacije američkog dolara u odnosu na evro u Nemačkoj za 10 procenata. Prema teoriji pariteta kupovnih snaga, paritet kupovne snage valute jedne zemlje u odnosu na valutu druge zemlje, utvrđuje se poređenjem opšteg nivoa cena u tim zemljama.

U praksi se ne koristi opšti nivo cena dve zemlje. Primenjuje se mnogo praktičniji način relativne teorije pariteta kupovnih snaga. Umesto opšteg nivoa cena, upoređuju se samo promene u opštem nivou cena izražene pokazateljima inflacije. Inflacija predstavlja rast opšteg nivoa cena jedne zemlje izražen indeksima rasta.

Teorija pariteta kupovnih snaga polazi od toga, da se devizni kurs formira samo na osnovu promena u relativnom nivou cena. Međutim, takav zaključak bio bi tačan jedino pod pretpostavkom: a) da je sva roba u obe države istovetna, b) da ne postoje trgovinske i carinske barijere, i c) da su mali transportni troškovi. Ova teorija ne uzima u obzir veliki broj roba i usluga kojima se ne trguje van granica određene zemlje. Iako ove cene mogu da se promene i utiču na opšti nivo cena u zemlji, njihov uticaj na sam devizni kurs je zanemarljiv. Na primenu teorije pariteta kupovnih snaga utiču sledeća ograničenja:

- transportni troškovi,
- carine i uvozne dažbine,
- postojanje proizvoda koji nisu predmet razmene,
- međunardone razlike u merenju cena,
- relativni nivo cena,
- preferencije domaće robe u odnosu na stranu, i
- produktivnost.

Transportni troškovi povećavaju cenu kako domaće tako i inostrane robe, osim ako njihova veličina nije zanemarljiva. Međutim, sve što povećava tražnju domaće u odnosu na inostranu robu, utiče na apresijaciju domaće valute u odnosu na stranu valutu. Sve što povećava tražnju strane robe u odnosu na tražnju domaće robe, utiče na depresijaciju domaće valute. Prodaja domaće robe u tom slučaju će se nastaviti samo, ako je vrednost domaće valute manja.

Carine i uvozne dažbine predstavljaju trgovinske barijere slobodnoj trgovini. Pored carina uvezene robe, uspostavljaju se i kvote u vidu ograničenja količine strane robe koja se može uvesti. Sve to utiče na devizni kurs. Ako na primer SAD poveća carine ili uvede kvote na nemačke kompjutere, do čega će to dovesti? Takav vid trgovinskih barijera utiče na povećanje tražnje američkih kompjutera. Dolar će apresirati, a američki kompjuteri će se prodavati dobro. Trgovinske barijere u vidu carina i kvota, utiču na apresijaciju deviznog kursa dotične zemlje na duži period.

Postojanje proizvoda koji ne mogu da budu predmet razmene predstavlja ograničavajući faktor u primeni teorije pariteta kupovnih snaga. Postoji veliki broj roba i usluga kojima se ne trguje van državnih granica. To su na primer: stambene zgrade, zemljišta, razne vrste usluga, poput ugostiteljskih usluga, frizerskih usluga itd. Usluge ne mogu da budu predmet razmene, osim izuzetaka, kao što su usluge osiguranja, finansijske usluge, međunarodni transport i sl.

Kada se ide pojedinačno, od proizvoda do proizvoda, od usluge do usluge, lako je razgraničiti šta sve može da bude predmet razmene. Problem nastaje kada je potrebno izvršiti uopštavanje.

Šejla Šabović

Veliki je broj proizvoda i usluga kojima se trguje isključivo unutar nacionalnih granica. U razvijenim zemljama se procenjuje da je to između 50-60 procenata društvenog proizvoda.

Međunarodne razlike u merenju nivoa cene nastaju kao posledica potreba privrede, navika i potreba potrošača u različitim državama. Reprezentativna korpa proizvoda, kao barometar potrošnje, različita je od države do države. Poštovanje međunarodnih standarda u tom pogledu ublažava problem, ali ga u potpunosti ne otklanja. Ovi slučajevi karakteristični su za određene regije i države. Na primer, potrošnja vina u Francuskoj, špageta u Italiji, pirinča u Kini i Japanu, piva u Nemačkoj, govedine u Argentini itd.

Potrošnja određenih proizvoda po stanovniku različita je od zemlje do zemlje. To utiče na opšti nivo cena i deviznog kursa. Povećana potrošnja pirinča u Japanu, prouzrokuje da statistika zabeleži viši opšti rast cena nego u drugim zemljama. To bi na osnovu teorije pariteta kupovne snage moglo da sugeriše devalvaciju, iako se ništa u izvozu i uvozu japanske privrede u suštini nije promenilo.

Relativni nivo cena znači, da povećanje nivoa cena u jednoj zemlji na duži rok, u odnosu na nivo cena u drugoj zemlji, dovodi do depresijacije njenog deviznog kursa. Međutim, pad nivoa cena države na duži rok, uzrokuje depresijaciju njenog deviznog kursa. Na primer, ako cene nemačke robe porastu, tražnja za nemačkom robom će opasti, a evro će depresirati. Nasuprot tome, ukoliko se povećaju cene i američke robe, ali relativne cene nemačke robe opadnu u odnosu na cene američke robe, povećaće se tražnja za nemačkom robom. Apresira će evro u Nemačkoj i roba će se i dalje dobro prodavati.

Preferencije domaće robe u odnosu na stranu nastaju kao posledica povećane tražnje za uvozom ili izvozom određene robe. Povećana tražnja za izvozom u nekoj zemlji, deluje na apresijaciju njenog deviznog kursa u dužem periodu. Povećana tražnja za uvozom, utiče na depresijaciju deviznog kursa. Ako se na primer Nemci odluče za uvoz američke robe, povećana tražnja usloviće apresijaciji dolara, pa će se obim prodaje zadržati ili povećati i kada vrednost dolara bude veća. Povećani uvoz američke robe u Nemačkoj, usloviće depresijaciji deviznog kursa u Nemačkoj.

Produktivnost u jednoj državi ima velikog uticaja na nivo deviznog kursa. Ako poslovne kompanije u jednoj državi mogu da smanje cene i da ostvare određen nivo profita, nasuprot druge države gde je produktivnost znatno niža, to će se direktno odraziti na nivo deviznog kursa u obe zemlje. U zemlji koja ima veću produktivnost, doći će do pojačane tražnje i apresijacije deviznog kursa. U zemlji u kojoj je nivo produktivnosti niži u odnosu na drugu državu, roba je skuplja, tražnja je slaba, a devizni kurs će morati da deprecira.

Na formiranje deviznog kursa na duži rok bitno utiče stanje u platnom bilansu jedne zemlje. Između priliva i odliva deviza u platnom bilansu zemlje i ponude i tražnje deviza na deviznom tržištu, postoji gotovo direktna povezanost. Zemlja koja ima deficit u platnom bilansu, prinuđena je za stalnom tražnjom deviza. Zemlja koja ima suficit platnog bilansa, može da nudi tržištu devize. Ako devizni kurs predstavlja cenu domaće valute iskazanu u stranoj valuti, nivo deviznog kursa se formira na deviznom tržištu na osnovu ponude i tražnje.

Šejla Šabović

Prihode u platnom bilansu jedne zemlje čini izvoz proizvoda i usluga, doznake iz inostranstva, transferi, pokloni, priliv stranog kapitala, naplaćene kamate i provizije. Rashodi u platnom bilansu jedne zemlje vezani su za uvoz robe i usluga, plaćene kamate i odliv deviza po ostalim finansijskim transakcijama i odliv kapitala.

## **6. Formiranje deviznog kursa na kratak rok**

Za razumevanje stalnih promena deviznog kursa, potrebno je saznanje o tome kako se formira spot devizni kurs. Najveći uticaj na formiranje deviznog kursa na kratak rok imaju bankarski depoziti. Devizni kurs predstavlja cenu domaćih bankarskih depozita u odnosu na strane bankarske depozite. Domaći bankarski depoziti su ona vrsta depozita, koji su denominovani u domaću valutu. Strani bankarski depoziti su oni depoziti koji su denominovani u stranu valutu.

Devizni kurs je cena jedne vrste aktive u odnosu na drugu vrstu aktive. Na osnovu ovog mišljenja, formiranje deviznog kursa na kratak rok najbolje je posmatrati na osnovu ponude i tražnje određenih oblika aktive. Ovakav stav u formiranju deviznog kursa primat daje aktivni. Raniji pristup formiranja deviznog kursa, kao primarni faktor naglašavao je nivo uvoza i izvoza određene zemlje. Danas je mnogo veći iznos transakcija u kraćim periodima po osnovu domaćih i stranih bankarskih depozita, od transakcija po osnovu uvoza i izvoza robe.

Kad je u pitanju vremenski periodi do jedne godine dana, mnogo veći uticaj na formiranje deviznog kursa imaju transakcije sa aktivom, nego transakcije po osnovu uvoza i izvoza. U SAD na primer, transakcije sa aktivom su 25 puta veće u odnosu na

transakcije uvoza i izvoza robe. Slična je situacija i u ostalim razvijenim zemljama.

Pretpostavimo, da domaći bankarski depoziti imaju kamatnu stopu- $I_d$ , a strani bankarski depoziti imaju kamatnu stopu- $I_s$  izraženu u stranoj valuti. Kamatna stopa označava očekivan prinos naplativ u domaćoj valuti- $I_d$ , odnosno očekivan prinos naplativ u stranoj valuti- $I_s$ . Očekivani prinosi uvek moraju biti korigovani i usklađeni sa očekivanom apresijacijom ili depresijacijom valute.

Ako se na primer očekuje da dinar apresira 5%, očekivan prinos- $I_d$  na dinarske depozite izražene u evrima biće 5% veći, zato što je dinar iskazan u evrima porastao za 5%. Ako je na primer kamatna stopa na domaće depozite 8%, a očekivana apresijacija dinara 5%, očekivani prinos na dinarske depozite izražene u evrima biće 13% : 5% kamate, plus očekivana apresijacija dinara od 5%. Ako se očekuje da dinar depresira u toku godine, onda će očekivani prinos na dinarske depozite izražene u evrima biti 3% : 8% kamate, minus očekivana depresijacija dinara od 5%.

Ako se tekući ili spot devizni kurs iskaže kao- $T_{dk}$ , a očekivani devizni kurs za naredni period kao - $O_{dk}$ , očekivana apresijacija dinara može se iskazati kao:

$$\frac{O_{dk}-T_{dk}}{T_{dk}}$$

Ovo pokazuje, da očekivani prinos na domaće depozite- $D_d$ , iskazan u stranoj valuti, predstavlja zbir kamate na dinarske depozite- $I_d$  i očekivane apresijacije dinara.

$$D_d = I_d + \frac{O_{dk}-T_{dk}}{T_{dk}}$$

Šejla Šabović

Pri čemu je:

$D_d$  = domaći depozit iskazan u stranoj valuti

$I_d$  = domaća kamatna stopa

$O_{dk}$  = očekivani devizni kurs

$T_{dk}$  = tekući devizni kurs

Međutim, ovaj obrazac bio bi nepotpun bez očekivanog prinosa na strane depozite iskazan kao  $I_s$ . Očekivani prinos na dinarske depozite iskazan u stranoj valuti, predstavlja razliku između očekivanog prinosa na dinarske depozite i strane depozite. To se može iskazati na sledeći način:

$$D_d = I_d - I_s + \frac{O_{dk} - T_{dk}}{T_{dk}}$$

pri čemu je  $I_s$  = strana kamatna stopa

Sličan je potpuno postupak izračunavanja očekivanog prinosa na strane depozite. Svakako, uzima se u obzir očekivani prinos na strane depozite, korigovan za očekivanu apresijaciju odnosno depresijaciju valute.

## 7. Hedžing rizika deviznog kursa

Osnovna karakteristika savremenog deviznog tržišta je njegova promenljivost i neizvesnost. Zbog toga je devizno tržište postalo visoko rizično. Brze promene u odnosima ponude i tražnje deviza i valuta, donose neočekivane rizike na deviznim transakcijama. Ne postoje savršene metode predviđanja promena na deviznom tržištu. Ne postoje apsolutno sigurni oblici hedžinga deviznog kursa na tržištu. Izloženost banke i ostalih finansijskih posrednika riziku deviznog kursa je velika.

Finansijske inovacije su jedan od oblika zaštite učesnika na deviznom tržištu. Glavni razlozi nastanka finansijskih inovacija su: a) disperzija rizika među učesnicima na tržištu, i b) izbegavanje poreskih propisa. Finansijske inovacije spadaju u termenske instrumente hedžinga na tržištu. U važne razloge nastanka finansijskih inovacija mogu se nabrojati sledeći elementi:

- a) Pojava raznih vrsta rizika na tržištu, kao što su: kreditni rizik, rizik kamatne stope i deviznog kursa, rizik hartija od vrednosti, vanbilansni rizik i porast inflacije.
- b) Konkurencija učesnika i posrednika na tržištu.
- c) Želja da se zaobiđu poreski i drugi propisi.
- d) Tehnološke inovacije u finansijskom sektoru.
- e) Potreba diversifikacije rizika.
- f) Globalizacija finansijskog tržišta.

Proteklih godina devizni kursevi su često oscilirali. Velike oscilacije deviznih kurseva izlažu banku velikom riziku i mogu da stvore određene gubitke bankama. Jedan od oblika hedžinga deviznog kursa su finansijski derivati. Za hedžing deviznog kursa banke najčešće se koriste finansijske derivate u obliku forvarda i fjučersa.

Pretpostavimo, da jedna američka kompanija ima potraživanje u Nemačkoj od 1 milion evra, na rok od 3 meseca po osnovu izvoza robe. Kompanija strahuje da može da pretrpi određene gubitke po ovom potraživanju, ako ne preduzme mere hedžinga deviznog kursa. Procene kazuju, da može doći do depresijacije evra u naredna tri meseca. To znači, da može doći do pada termenskog deviznog kursa u odnosu na postojeći spot devizni kurs. Kompanija je svesna, da 1 milion evra prilikom uplate nakon tri meseca neće više toliko vredeti.

Šejla Šabović

Prvi korak koji kompanija može da preduzme je da sklopi forward. Putem forwarda kompanija se obavezuje na prodaju 1 milion evra za tri meseca, po tekućem terminskom deviznom kursu. Na taj način kompanija izbegava rizik deviznog kursa u budućnosti. Nakon tri meseca kompanija ima realno 1 milion evra i potpuno je zaštićena od rizika deviznog kursa. Tržišta deviznih forwarda su danas jako razvijena. Za svoje devizno poslovanje intezivno ih koriste investicione i komercijalne banke, radi eliminisanja rizika deviznog kursa.

Da bi eliminisala rizik deviznog kursa, kompanija može iskoristiti tržište valutnih fjučersa. Valutni fjučersi omogućavaju eliminisanje rizika deviznog kursa i pružaju mogućnost zarade. Zarada je moguća, zato što je sa valutnim fjučersima moguće trgovati na berzi preko klirinške kuće, koja je posrednik u poslu sa fjučersima. Menadžment kompanije može odlučiti da koristi istovremeno i tržište forwarda i tržište fjučersa. Izbor jednog ili drugog hedžinga deviznog kursa, zavisi od visine transakcionih troškova na jednom i na drugom tržištu. Mogućnost trgovanja i ostvarivanja zarade kompanije, može da utiče da se kompanija pre odluči na korišćenje tržišta fjučersa.

U nesigurnim uslovima poslovanja, učesnici na deviznom tržištu izloženi su riziku promene deviznih kurseva. Mišljenje je da postoje tri vrste rizika:<sup>2</sup>

1. transakciona izloženost,
2. bilansna izloženost, i
3. ekonomska izloženost.

Transakciona izloženost podrazumeva vremensku nepodudarnost između momenta nastanka obaveze i njenog

---

<sup>2</sup> Prof. dr. Uroš N. Čurčić: Bankarski portfolio menadžment, Novi Sad, 2002 .god. str. 582.

izmirivanja. U transakcionoj izloženosti prisutni su sledeći elementi: a) domaća valuta, b) strana valuta, i c) vreme. Ako postoji podudarnost u valuti, ne postoji valutna izloženost. Ako postoji podudarnost u valuti i vremenu nastanka i izmirivanja obaveze, nema vremenske izloženosti riziku deviznog kursa.

Ako se banka opredeli za dugoročno poslovanje na deviznom tržištu, neprestano je izložena riziku deviznog kursa. Naročito je veliki rizik u proceni terminskog deviznog kursa i u finansijskim operacijama ukrštenih deviznih kurseva. Što je vremenska distanca između zaključenja terminskog posla i izvršenja posla veća, to je veći rizik transakcionog deviznog kursa.

Bilansna izloženost riziku deviznog kursa naziva se još i računovodstvena ili translaciona. Suština je u izloženosti pozicija aktive i pasive između dva perioda koji su u domaćoj valuti. To znači, da se imovina i obaveze banke denominirane u stranoj valuti, prenose i bilansiraju u domaću valutu. Promene u krusevima u ta dva perioda mogu izazvati pojave gubitaka ili dobitaka. Ova pojava postaje još složenija, ako banka ima razgranatu mrežu filijala u inostranstvu. Osnov bilansne izloženosti predstavlja kurs po kome se vrši prevođenje bilansnih stavki iz strane valute u domaću valutu. Ekonomska izloženost riziku deviznog kursa, znači buduće promene cena valuta koje mogu imati uticaj na poslovanje banke. Bitne su sledeće karakteristike ekonomske izloženosti valutnom riziku:<sup>3</sup>

1. da nastaju pre ekonomske transakcije i obično određuju da li će do nje doći,
2. da je vezana za realne, a ne nominalne promene kurseva,
3. generalno se može reći da se ne pojavljuje u finansijskim izveštajima,

---

<sup>3</sup> Dr. Branko Vasiljević : Rizici u bankarskom poslovanju, Fokus, Beograd, 1990. god. str. 72.

Šejla Šabović

4. da može da utiče na domaću prodaju u domaćoj valuti, i
5. da teži da ima različite vremenske raspone.

Ekonomska izloženost riziku deviznog kursa teško se procenjuje i projektuje. Bitna je za dugoročne kreditne aranžmane, za osnivanje filijala u inostranstvu, kao i kod svih terminskih poslova na deviznom tržištu. Suština upravljanja rizikom deviznog kursa vidi se na sledećem šematskom prikazu:<sup>4</sup>

**Tabela 2:** Proces upravljanja rizikom deviznog kursa

I. Definisane izloženosti:	a) transakciona b) bilansna c) ekonomska
II. Identifikovanje postojećih i u projektima datih izloženih pozicija	a) izveštajni sistemi: - unutrašnje pozicije - eksterni podaci b) sistemi prognoziranja
III. Analiza mogućih udara	a) efekti predviđanja pomeranja deviznih kurseva na zajedničku poziciju
IV. Uspostavljanje strategije	a) troškovi / rizik analiza b) upotreba matematičkih sredstava
V. Integracija sa finansijskim menadžmentom	a) koordinacija sa menadžmentom likvidnosti b) poresko uvažavanje c) personalne implikacije
VI. Taktika za primenu strategije	a) selekcija hedžing tehnika: - interne - eksterne b) regulativna ograničenja

---

<sup>4</sup> Dr. Branko Vasiljević : Rizici u bankarskom poslovanju, Fokus, Beograd, 1990. god. str. 72.

Suštinu izloženosti riziku deviznog kursa čini:

1. definisanje izloženosti,
2. identifikovanje postojećih i u projektima izloženih pozicija,
3. analiza mogućih udara,
4. uspostavljanje strategije,
5. integracija sa finansijskim menadžmentom, i
6. taktika za primenu strategije.

Banke su razvile mnogobrojne tehnike i instrumente hedžinga izloženosti riziku deviznog kursa, koje se mogu svrstati u tri grupe:<sup>5</sup>

1. tehnike i instrumenti koji se koriste na deviznim novčanim tržištima,
2. tehnike koje proizlaze iz tehnike fakturisanja, cene, prodaje i kupovine, i
3. trgovinski aranžmani.

## ZAKLJUČAK

Devizni kurs je cena jedinice strane valute izražena u domaćoj valuti. Valuta je efektivni strani novac, dok je deviza žiralni novac. Deviza je pre svega imovinsko pravo, pravo na potraživanje izraženo u stranoj valuti. U zavisnosti od mogućnosti raspolaganja postoje konvertibilne i nekonvertibilne valute. Ako je kretanje jedne valute vezano za kurseve više valuta, radi se o korpi valuta. Najpoznatije korpe valuta su SDR i Evropska monetarna unija. Valutni paritet je utvrđeni vrednosni odnos jedne valute prema zlatu ili nekoj drugoj valuti. Međusobni odnos dve nacionalne valute naziva se intervalutarni kurs.

---

<sup>5</sup> Mr. Periša Ivanović: Zaštita od rizika deviznog kursa-hedžing na deviznom tržištu, Account, Novi Sad, 1994. god. str. 68.

Jedna od osnovnih funkcija deviznog kursa je izražavanje cene domaće robe u inostranoj valuti. Devizni kurs utiče na alokaciju resursa i važan je regulator odnosa na tržištu. Osnovna podjela deviznog kursa je na fiksni i plivajući. Pod ukrštenim kursevima podrazumeva se cena dve valute prema trećoj. Nepravilno formiranje ukrštenih deviznih kurseva može da izazove velike gubitke na deviznim transakcijama, pa je zato formirana devizna arbitraža. Devizne transakcije obavljaju se na spot i terminskom deviznom tržištu. Apresijacija je povećanje vrednosti jedne valute u odnosu na valutu neke druge zemlje, dok je depresijacija suprotna pojava. Ako valuta neke zemlje apresira, njena roba postaje skuplja u inostranstvu, a inostrana roba je jeftinija u toj zemlji, dok je kod depresijacije suprotan proces. Devizni kurs formira se na tržištu kao cena bilo koje druge robe na slobodnom tržištu. Dve najpoznatije teorije formiranja deviznog kursa su: zakon jedinstvene cene i teorija pariteta kupovnih snaga. Zakon teorije jedinstvene cene formira devizni kurs na osnovu cena pojedinačnih proizvoda. Teorija pariteta kupovnih snaga, prilikom utvrđivanja deviznog kursa upoređuje nivoe cena između pojedinih zemalja. Teorija pariteta kupovnih snaga ima određena ograničenja i slabosti, koje se ogledaju u delovanju sledećih faktora: transportni troškovi, carine i uvozne dažbine, postojanje proizvoda koji nisu predmet razmene, međunarodne razlike u formiranju cena, relativni nivo cena, preferencije domaće robe u odnosu na stranu i produktivnost.

Devizni kurs na kraći vremenski period do godine dana formira se na osnovu cene domaćih i stranih bankarskih depozita, a ne na osnovu transakcija uvoza i izvoza robe. Transakcije aktive danas su mnogo veće na kratak vremenski period od transakcija uvoza i izvoza, pa zato direktno utiču na formiranje nivoa

deviznog kursa. Devizni kurs se formira na berzi i na međubankarskom tržištu.

Devizno tržište je mesto na kome se sučeljavaju ponuda i tražnja devizama. Devizno tržište je najveće tržište. Ono ima interlokalni i intertemporalni karakter. Učesnici na deviznom tržištu su: banke, centralne banke, korporativni klijenti, građani, brokeri i dileri. Devizno tržište se deli na spot-promptno i terminsko- forvard devizno tržište. Odstupanje od pravila ukrštenih deviznih kurseva stvara prostor za deviznu arbitražu. Postoje dve vrste devizne arbitraže: diferencijalna devizna arbitraža i konverzionna devizna arbitraža. Najčešće se koriste finansijski derivati, forvardi i fjučersi za hedžing deviznog kursa. Postoje tri vrste rizika deviznog kursa: transakciona izloženost, bilansna izloženost i ekonomska izloženost.

## **REFERENCE:**

1. Ćurčić N. dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment, Novi Sad, 2002.god.
2. Ćurčić N. dr Uroš: Upravljanje rastom i performansama banke, Novi Sad, 2003.god.
3. Crouhy, M. D. Galai, R. Mark: Risk Management, McGraw-Hill, New York, 2001.god.
4. Đorđe Đukić: Upravljanje rizicima i kapitalom u bankama, Beograd, 2007.godine.
5. Frederic S. Mishkin: Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006.god.
6. Hoffman H. Douglas: Risk Management: The Bankers Handbook, Third Edition, Edited by William H. Baugh, Tomas and Storrs and Charls E. Walker, Dow Jones-Irwin, Homewood Illinois, 1988. god.

7. Ivanović mr Periša: Zaštita od rizika deviznog kursa-hedžing na deviznom tržištu, Account Novi Sad, 1994.god.
8. Leroy Roger and David van Hosse: Moderni novac i bankarstvo, Treće izdanje, Zagreb, 1997.god.
9. Pelević dr Branislav: Uvod u međunarodnu ekonomiju, Beograd, 2006.god.
10. Rose S. Peter, Sylvia C. Hudgins: Bankarski menadžment i finansijske usluge, Beograd, 2005.god.
11. Sinkey F. Joseph, Jr.: Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry. Third Edition, Mac Millian Publishing Company, 1989.god
12. Šabović dr Šerif: Bankarski rizici, Alfa-Slovo, Kraljevo, 2008.godine
13. Šabović dr Šerif: Bankarstvo (monografija), Alfa-Slovo, Kraljevo, 2009. godine
14. Thornhill T. William: Risk Management for Financial Institutions Applying Cost Effective Controls and Procedures, Bankers Publishing Company, Rolling Meadows Illinois, 1990.god.
15. Vasiljević dr Branko: Rizici u bankarskom poslovanju, Fokus, 1990.god.
16. Vasiljević dr Branko: Problemi efikasnosti, racionalnosti i rentabilnosti u poslovanju banaka, Niš, 1994.god.