

POMERAĆEMO GRANICE

INSTITUT DRUŠTVENIH NAUKA

POMERAĆEMO GRANICE

Izdavač
Institut društvenih nauka

Za izdavača
Mirjana Rašević

Urednici
Mirjana Rašević / Milan M. Marković

Recenzenti
Zorica Mršević / Aleksandar Bošković

Lektura i prelom
Marina Zelić

Štampa i grafički dizajn
DC Grafički centar

Beograd, 2012.

Stavovi izraženi u radovima objavljenim u ovom Zborniku
pripadaju autorima i nužno ne odražavaju stav
Instituta društvenih nauka.

Sve imenice upotrebene u ovom Zborniku u muškom rodu
odnose se po principu rodne ravnopravnosti i na ženska lica.

***POMERAČEMO
GRANICE***

INSTITUT DRUŠTVENIH NAUKA

Ivana Ostojić

Mogućnost korišćenja valutnih forvarda i svopova u bankama i kompanijama u funkciji zaštite od deviznog rizika

Pojam valutnih forvarda i svopova

Globalna ekonomija i finansijska tržišta se u poslednjih nekoliko decenija veoma brzo razvijaju, što uslovljava i rast pritiska na kompanije da internacionalizuju svoje poslovanje. Kompanije koje posluju na stranim tržištima su se suočile sa ozbiljnom kolebljivošću deviznog kursa u poslednjih nekoliko godina. Ona ne utiče samo na finansijske izveštaje kompanija, već i na njene odluke o merdžerima i akvizicijama, trenutnim i budućim planovima nabavki, investicionim ulaganjima, prodaji imovine i sl. (Rashty, O'Shaughnessy, 2012: 22-24).

Kompanije koje se bave spoljnotrgovinskim poslovanjem i na taj način se nalaze u ulozi uvoznika ili izvoznika, izložene su riziku promene deviznog kursa između domaće valute i valute plaćanja u periodu od trenutka uvoza/ izvoza robe do trenutka njenog plaćanja/ naplate. Pokazatelj deviznog rizika u bankama predstavlja odnos između ukupne otvorene devizne pozicije banke¹ i kapitala banke, koji je obračunat u skladu sa odlukom kojom se uređuje adekvatnost kapitala banke. Banka je dužna da odnos između devizne aktive i pasive održava tako da njena ukupna otvorena devizna pozicija na kraju svakog radnog dana ne bude veća od 10% kapitala (http://www.nbs.rs/internet/latinica/55/55_6/55_6_1.html).

Valutni forvardi i svopovi omogućavaju bankama i kompanijama koje ih koriste da se osiguraju od deviznog rizika koji proizilazi iz poslovanja, odnosno da se upuste u transakcije kojima smanjuju ili eliminišu devizni rizik (Miškin, 2006: 309). Valutni forvard predstavlja ugovor o kupovini

¹ Izloženost banke deviznom riziku pretpostavlja postojanje neto kratke ili duge otvorene pozicije u datoj valuti. Ukoliko je vrednost potraživanja u određenoj stranoj valuti veća od obaveza u istoj valuti, otvorena neto devizna pozicija banke je duga, a ukoliko je vrednost potraživanja banke u određenoj stranoj valuti manja od obaveza u istoj valuti tada je neto devizna pozicija banke kratka.

ili prodaji jedne valute za drugu i veoma je sličan običnom ugovoru o kupoprodaji deviza. Suštinska razlika se pronalazi jedino u činjenici da se obična kupoprodajna devizna transakcija ugovara sa bankom i realizuje na isti dan (dan zaključenja ugovora), dok se u slučaju terminskog ugovora kompanija i banka dogovaraju na jedan datum, a kupoprodaja deviza se izvršava na neki drugi datum u budućnosti. Poznato je da plaćanja ili prilivi koji će biti izvršeni na određeni datum u budućnosti vrede više ili manje izraženi u dinarima ili jedinicama neke druge valute usled efekata promene deviznog kursa između te dve valute (Kotzé, 2011: 99-102). Prednost forvarda se ogleda u tome što u potpunosti odgovaraju potrebama ugovornih strana i pružaju fleksibilnost onoliko koliko to ugovorne strane žele. Međutim, kod ove vrste finansijskih instrumenata kao nedostatak se navodi to što se mogu javiti poteškoće prilikom pronalaženja druge ugovorne strane radi zaključenja ugovora. Istina je da na tržištu postoje brokери za forvard ugovore koji pomažu da se dve ugovorne strane nađu i zaključe forvard, ali ipak ponekad to može iziskivati puno vremena i napora, a sam ishod je neizvestan. Drugi problem koji se javlja u vezi sa korišćenjem forvarda jeste problem likvidnosti, odnosno nepoštovanje i neispunjenje uslova zaključenog forvarda sa bankom (kreditni rizik). U ovoj transakciji ne postoji treće lice, tj. eksterna organizacija koja bi garantovala ispunjenje ugovora, tako da ugovorne strane moraju proveravati jedna drugu i dodatno investirati novac u postupak provere kreditnog rejtinga kako bi bile sigurne da je suprotna strana finansijski stabilna i da ima nameru da ispuni sve uslove precizirane ugovorom. Takođe, valutnim forvardima nije moguće trgovati na berzi (Šoškić, Živković, 2011: 366-367).

Valutni svop podrazumeva istovremenu kupovinu i prodaju dve valute u dva različita vremenska perioda. U toj situaciji obe valute nose fiksnu kamatnu stopu i ne zavise od kretanja kamata na tržištu. Praksa je da valutni svop kompanije i banke ugovaraju u rokovima do jedne godine (po potrebi i duže, u skladu sa propisima i potrebama klijenata), štiteći se od promene deviznog kursa. Za prvu transakciju se određuje spot (trenutno aktuelni) kurs za valute koje su predmet razmene (isti dan ili do dva radna dana), dok se za drugu transakciju primenjuje terminski kurs u zavisnosti od trajanja svop ugovora. Prva transakcija, takođe, može biti određena kao terminska kupovina/prodaja valuta ukoliko se dve ugovorne strane tako dogovore. Kupovni i prodajni kurs kod valutnog svopa se razlikuju za razliku kamatnih stopa koje nose dve izabrane valute koje su predmet svop ugovora (Steiner, 1998: 216).

Valutni forvardi i svopovi kao instrumenti zaštite od deviznog rizika

Primer valutnog forvarda

Kompanije koje se javljaju u ulozi uvoznika poseduju ugovorenu doznaku za kupljenu robu na određeni datum u budućnosti i izložene su riziku da će usled depresijacije domaće valute na datum plaćanja doznake morati da obezbede znatno više novčanih jedinica domaće valute da bi izmirili deviznu obavezu prema poslovnom partneru iz inostranstva. Kupljenu robu iz inostranstva uvoznici prodaju na domaćem tržištu kao gotov proizvod ili je ugrađuju u finalni proizvod i odmah formiraju cenu svog proizvoda. U slučaju depresijacije dinara u odnosu na stranu valutu plaćanja, u trenutku izmirenja obaveza u inostranstvu, kompanija bi trebalo da obezbedi znatno više novčanih jedinica domaće valute nego što naplaćuje samom prodajom proizvoda što bi automatski redukovalo očekivanu zaradu od prodaje proizvoda na ime izvršenja obaveze. Da bi se izbegao ovakav scenario, kompanija uvoznik bi trebalo da donese odluku da ugovori valutni forvard sa bankom i terminski kupi devize za plaćanje doznake po unapred dogovorenom kursu na određeni datum u budućnosti. Time je klijent banke „fiksirao“ kurs po kojem će kupiti devize za svoju doznaku prema inostranstvu i „zatvorio sopstvene devizne pozicije“ i nema potrebu za razmišljanjem o deviznom riziku u toku trajanja deviznog terminskog ugovora. Način izračunavanja terminskog kursa se može predstaviti sledećom formulom (<http://webservices.nbs.rs/FinancialCalculatorOfficeSite/SerCyril/FinancialCalculator/TerminskiKurs.aspx>):

$$T = S \times \frac{1 + \left(\frac{k_2 \times d}{360} \right)}{1 + \left(\frac{k_1 \times d}{360} \right)}$$

T – terminski kurs
 S – tekući (spot) kurs
 k_1 – kamatna stopa na stranu valutu
 k_2 – kamatna stopa na domaću valutu
 d – ročnost transakcije u danima

Budući (terminski) kurs se formira na bazi razlike u kamatnim stopama iz razloga da se ne bi novac u valuti koja poseduje višu kamatnu stopu uložio po višoj kamatnoj stopi, a zatim se za taj okamaćeni novčani iznos kupila druga valuta koja poseduje nižu kamatnu stopu. Pomenuta transakcija bi predstavljala zaradu bez rizika i na ovaj način je sprečena tzv. devizna arbitraža.

Uzećemo za primer da kompanija za tri meseca izmiruje svoju deviznu doznaku prema inostranstvu u iznosu od 100.000 EUR i da želi da se osigura od slabljenja dinara u datom periodu. Opređeljuje se za zaključenje valutnog forvard ugovora sa bankom kojim terminski kupuje EUR za dinare od banke. Pronalazi banku koja je spremna da joj izađe u susret i proda 100.000 EUR za tri meseca. Ako pretpostavimo da je prema podacima NBS tekući kurs EUR/RSD 100, ročnost transakcije 3 meseca, tekuća kamatna stopa na dinare (3m BELIBOR) 8,75%, tekuća kamatna stopa na EUR 0,5% (3m EURIBOR), terminski kurs koji banka nudi kompaniji iznosi 102,0599 dinara za euro. Na taj način se banka obavezuje da će za tri meseca kompaniji prodati 100.000 EUR za 10.205.990 dinara. Na dan izvršenja (za tri meseca) kompanija na svoj devizni račun kod banke dobija iznos od 100.000 EUR i dužna je da joj uplati iznos od 10.205.990 dinara.

Naravno, u ovoj situaciji kompanija mora biti svesna činjenice da je ovim ugovorom eliminisala devizni rizik i zaštitila se od gubitaka usled rasta deviznog kursa, ali je istovremeno eliminisala i mogućnost neplanirane zarade ukoliko bi u trenutku izvršenja obaveze došlo do apresijacije domaće valute (u slučaju da je aktuelni kurs na dan izvršenja niži od iznosa od 102,0599 din za euro). Naime, neto efekat kursnih razlika po osnovu deviznog terminskog ugovora zavisiće od aktuelnog kursa na dan izvršenja. Ukoliko je kurs domaće i strane valute iznad onog koji je ugovoren valutnim forvardom, kompanija je ostvarila pozitivne kursne razlike, jer je kupila stranu valutu po kursu nižem od trenutnog tržišnog kursa i obrnuto. Ipak, važno je nagovestiti da nezavisno od neto efekta kursnih razlika, kompanija eliminiše valutni rizik u toku trajanja deviznog terminskog ugovora, jer je u potpunosti otklonjena neizvesnost promene deviznog kursa, kao i promena vrednosti devizne doznake do datuma izvršenja.

Veoma je važno naglasiti da je cena koju kompanija plaća za eliminisanje ove neizvesnosti propuštena mogućnost zarade usled jačanja domaće valute na datum izmirenja obaveze prema inostranstvu (špekulativni motiv). U slučaju prestanka važenja obaveze koja služi kao osnov za kupovinu deviza preko valutne forvard transakcije, klijent je i dalje u obavezi da kupi devize preko zaključene valutne forvard transakcije. Takođe, u slučaju izmene roka dospeća obaveze koja služi kao osnov za kupoprodaju deviza, nije moguće promeniti rok dospeća zaključene valutne forvard transakcije (<http://ss.raiffeisenbank.rs/code/navigate.aspx?Id=38>). Sa druge strane, pošto kupovinu deviza vrši na unapred dogovoren dan u budućnosti, kompanija poseduje mogućnost da do tog datuma oročava protivvrednost kupljene valute (ukoliko banka ne zahteva polaganje

depozita u iznosu koji je prihvaćen da se isplati prilikom terminske kupovine), upravlja novčanim tokovima iz deviznih transakcija koji postaju predvidivi zahvaljujući unapred ugovorenom kursu u budućnosti, kao i da formira cene svojih proizvoda. Takođe, kompanija u ovakvoj situaciji može ostvariti i povećanje obima prodaje svojih proizvoda, jer se u uslovima neizvesnosti kupci najčešće opredeljuju za one prodavce koji svoju robu fakturišu u dinarima, a znajući kurs unapred, kompanija ima mogućnost da upravo to i uradi bez straha od ostvarenja negativnih kursnih razlika (<http://www.creditagricole.rs/privreda/zastita-od-kursnog-rizika>).

Zaključenjem valutne forvard transakcije, motivi banke se baziraju na ostvarenju određene zarade na datoj transakciji, upravljanju deviznim pozicijama (obezbeđenje one valute koja joj je trenutno neophodna), kao i na izvršenju usluge na zahtev klijenta. Služeći se navedenim primerom, zaključenjem datog ugovora, banka se obavezuje da će nakon proteka tri meseca isplatiti 100.000 eura svom klijentu po kursu 102,0599 dinara za euro. Može se desiti da su zastupljene takve tržišne okolnosti da banka datu količinu deviza, koju po ugovoru mora dostaviti na račun klijenta, plaća po kursu koji je iznad terminskog i time ostvaruje gubitak na datoj transakciji, dok kompanija ostvaruje dobitak i obrnuto. Na bazi razlike u kamatnim stopama domaće i strane valute se projektuje kurs, ali je neizvesno da li će se isti i realizovati. U datom ugovoru jedna strana uvek ostvaruje dobitak, dok je druga na gubitku, jer nastale troškove usled realizovanih negativnih kursnih razlika neko od njih mora snositi. S toga je veoma važno napomenuti i nekoliko specifičnosti u poslovnoj praksi banaka koje se odnose na valutne derivate, a koje nam mogu nagovestiti razloge nezainteresovanosti klijenata za ovakve vrste ugovora. Prilikom formiranja forvard kursa na diferencijal kamatnih stopa banke zaračunavaju i sopstvenu marginu koja iznosi od 0,1% do 0,5% vrednosti transakcije. Margina predstavlja zaradu banke i na bazi nje banka se delimično osigurava od valutnog rizika. Takođe, od klijenata koji su ugovorili forvard transakciju često se zahteva da unapred polože depozit u visini iznosa koji su prihvatili da isplate banci prilikom terminske kupovine. Tri su ključne koristi koje banka u ovom slučaju ostvaruje. Prvo, banka se obezbeđuje da će klijent izvršiti transakciju na dan dospeća. Drugo, sve vreme raspolaže ovim sredstvima i ostvaruje prihod po osnovu kamate, posebno imajući u vidu da klijentu ne plaća kamatu na ovaj depozit. Treće, banka se potpuno osigurava od negativnih kursnih razlika. Naime, ako je banka ugovorila terminsku prodaju evra u budućnosti po ugovorenom kursu, a u međuvremenu evro apresira, banka će prilikom prodaje deviza naplatiti manji iznos i ostvariće gubitak. Međutim, zahvaljujući dobijenom depozitu od klijenta, banka je u

moгуćnosti da u startu kupi utvrđeni iznos strane valute po terminskom (povoljnijem) kursu, čime realizovane negativne kursne razlike bivaju neutralisane realizovanim pozitivnim kursnim razlikama. Takođe, ugovor o terminskoj kupovini sadrži i klauzulu da je klijent u obavezi da u slučaju neizvršenja terminske transakcije plati banci kaznenu naknadu. Na ovaj način banka se osigurava od gubitka po osnovu neplaniranog zatvaranja devizne pozicije. Kaznena naknada se definiše kao razlika nepovoljnijeg tržišnog u odnosu na ugovoreni terminski kurs. Uzevši u obzir sve prethodno navedeno, možemo videti da zaključenjem valutnih forvarda i svopova, banke ugovornim klauzulama u velikoj meri osiguravaju svoju poziciju, trudeći se da ne snose efekte realizovanih negativnih kursnih razlika koje, svakako, jedna od ugovornih strana mora platiti.

Primer valutnog svopa

Pretpostavimo da kompanija trenutno poseduje 100.000 EUR i želi da se zaštiti od rasta kursa EUR/RSD u naredna tri meseca zaključujući valutni svop ugovor sa bankom. Istovremeno, kompaniji su u toku ta tri meseca radi tekućeg poslovanja potrebni dinari. Koristeći se podacima iz prethodnog primera, u ovoj situaciji kompanija prodaje banci 100.000 eura i dobija 10.000.000 dinara, obavezujući se da će za tri meseca otkupiti od banke 100.000 eura po terminskom kursu i time joj uplatiti iznos od 10.205.990 dinara. Kao što je istaknuto i u primeru sa valutnim forvardom, da li će pozitivne kursne razlike ostvariti kompanija ili banka zavisi od trenutnog deviznog kursa nakon realizacije ugovora (na dan izvršenja). Paraktično, svop aranžman predstavlja kombinaciju spot (trenutne) i forvard (terminske) finansijske transakcije.

Kompanija ulazi u valutni svop aranžman sa bankom ukoliko želi da se obezbedi od promene deviznog kursa valute koju trenutno poseduje i valute koja joj je trenutno neophodna. Ako kompanija poseduje stranu valutu koju želi da konvertuje u dinare, a nakon određenog vremenskog perioda želi ponovo da kupi isti iznos strane valute, po isteku svop ugovora potrebno je da za isti iznos strane valute plati više dinara nego što je dobila u prvoj transakciji koja je obuhvatala prodaju strane valute. Ovakva situacija se javlja iz razloga što je u momentu zaključenja ugovora kamatna stopa na dinare viša od kamatne stope na stranu valutu i potrebno je da kompanija usmerava svoje poslovne aktivnosti prema toj unapred dogovorenoj ceni. Takođe, koristeći u tekućem poslovanju dinare iz prve transakcije, kompanija nije imala potrebu da pozajmljuje sredstva od banke u dinarima i da se zadužuje plaćajući pored kamate i dodatne provizije banci. Svop transakcija je omogućila kompaniji da

višak likvidnosti u jednoj valuti iskoristi za izmirenje obaveza u drugoj valuti. U ovoj situaciji valutni svop sem funkcije hedžinga, odnosno obezbeđenja od rizika, igra veoma važnu ulogu i u obezbeđenju likvidnosti kompanije, jer u slučaju deficita domaće valute, kompanija je u mogućnosti da zameni stranu valutu za domaću radi ostvarivanja dnevne likvidnosti, a posle određenog perioda ponovo kupi stranu valutu kako bi izvršila plaćanja prema inostranstvu, otplatila kredit i sl.

Možemo zaključiti da bi za spoljnotrgovinska preduzeća bila idealna situacija ukoliko bi posedovala izbalansirane iznose i termine priliva i odliva deviza, što recimo može biti slučaj kod kompanija koje uvoze repromaterijal, a kasnije izvoze gotove proizvode. Međutim, veoma su retki ovakvi primeri prirodnog deviznog hedžinga,² što uslovljava upotrebu finansijskih derivata. Štiteći se na ovaj način od deviznog rizika, kompanije ostvaruju i bolje kontrolisan poslovni rezultat. Ako kompanija svoju cenu koštanja bazira na trenutno aktuelnom deviznom kursu, a kupovinu deviza obavlja na određeni dan u budućnosti, takva kalkulacija se ne smatra primerenom i doprinosi sticanju pogrešnog utiska o poslovnom rezultatu kompanije. Kalkulacija cene koštanja korišćenjem terminskog kursa se u datom slučaju smatra znatno pouzdanijom.

Kao jedan od razloga za zaštitu od deviznog rizika navodi se i stalan trend depresijacije domaće valute. Promocijom deviznog hedžinga, raste tražnja za finansijskim derivatima od strane kompanija, ali i tražnja za stranom valutom, što podstiče jačanje strane valute u odnosu na domaću. Naime, značajane faktore kod formiranja deviznog kursa ne predstavljaju samo trenutna ponuda i tražnja na spot tržištu. Veliku ulogu igraju i očekivanja budućeg kretanja kursa. Ukoliko dolazi do masovne forvard kupovine deviza to je jasan signal da se u budućnosti očekuje slabljenje domaće valute. Samim tim, učesnici na spot tržištu se uzdržavaju od prodaje deviza, da bi osigurali svoju deviznu poziciju u budućnosti, čime se dodatno utiče na smanjenje ponude, odnosno jačanje strane valute. Sa druge strane, banke moraju u budućnosti da obezbede devize za prodaju, i ukoliko su u pitanju veći iznosi, one će čuvati devize kako bi se osigurale od negativnih kursnih razlika u budućnosti ili će ih kupiti odmah što utiče na veću tražnju i manju ponudu deviza. Dakle, u takvim okolnostima, samo zaključivanje valutnih forvard i svop aranžmana poseduje direktne, momentalne implikacije na devizni kurs.

² Devizni hedžing predstavlja zaštitu od deviznog rizika.

Iskustva banaka i kompanija u Srbiji u vezi sa upotrebom finansijskih derivata

Na bazi kontakata u bankama i kompanijama koje posluju na domaćem tržištu, može se izneti zaključak da su finansijski derivati kao instrumenti zaštite od deviznog rizika dostupni na našem tržištu, ali da ne postoji dovoljno interesovanja za njihovo korišćenje, kako od strane kompanija, tako i od strane samih banaka. Kompanije koje se bave spoljnotrgovinskim poslovanjem pasivno čekaju dan naplate ili plaćanja suočavajući se sa efektima već realizovane tržišne promene. Mnogobrojne domaće kompanije nepovoljna kretanja deviznog kursa jednostavno ukalkulišu u prodajnu cenu svojih proizvoda (obračunavajući prodajnu cenu na bazi višeg očekivanog deviznog kursa domaće i strane valute), štiteći se na taj način od deviznog rizika prebacivanjem negativnih kursnih razlika na krajnje potrošače i time generišući inflaciju.

Sa druge strane, kada ne postoji odgovarajući impuls iz privrede, ni većina domaćih banka nije zainteresovana za sklapanje valutnih forvarda i svopova sa drugim bankama. U prvi plan ističu to da postoji ograničenje špekulativnih aktivnosti banaka, odnosno da njihova ukupna otvorena devizna pozicija na kraju svakog radnog dana dostiže maksimalno 10% kapitala. Sa druge strane, domaće banke ostvaruju pozitivne i negativne kursne razlike koje jedna drugu potiru, pa se i na taj način štite od deviznog rizika. Navode i to da su suočene sa problemom nepoštovanja ugovora o finansijskom derivatu od strane klijenta, koji u situaciji kada na dan izvršenja ugovora aktuelni kurs bude povoljniji od onoga koji je definisan ugovorom, ne žele da ostvare negativne kursne razlike, preračunavajući iznos koji treba da uplate banci po trenutnom tržišnom odnosu domaće i strane valute umesto po već ugovorenom kursu. Takođe, ističe se da čak i kada postoji zainteresovanost banke za zaključenje ugovora i preciziranje terminskog kursa po kojem će u budućnosti razmeniti jednu valutu za drugu, teško je pronaći drugu zainteresovanu ugovornu stranu kojoj će ta transakcija takođe odgovarati. Ova konstatacija govori u prilog tome da u Srbiji ne postoji dovoljno razvijeno tržište finansijskih derivata. Između ostalog, to potvrđuje i devizno tržište u Srbiji koje je „plitko“ i koje mogu poremetiti i relativno mali obimi tražnje ili ponude i dovesti do značajnog kolebanja kursa.

Desetak najvećih banaka, uglavnom sa stranim kapitalom, predstavlja glavne učesnike na deviznom tržištu. U privredi Srbije dominiraju uvoznici i dužnici koji poseduju obaveze sa valutnom klauzulom i u njihovom interesu je da domaća valuta bude što jača, što ne bi bilo dobro na dug rok, jer bi bilo destimulativno za izvoznike i produbilo bi deficit

platnog i trgovinskog bilansa. U poslednjih nekoliko godina javlja se problem depresijacije domaće valute, a odobreni krediti uglavnom sadrže valutnu klauzulu, što usled rasta kursa evra izaziva i rast kreditnih obaveza građana i privrede u dinarima. U Srbiji je zastupljen i visok nivo nezvanične valutne supstitucije koji je dovodi na jedno od vodećih mesta u Jugoistočnoj Evropi prema zastupljenosti depozitne i kreditne evroizacije. Takođe, istraživanja su pokazala da nedostatak razvijenog tržišta derivata može dovesti u nezavidan položaj zemlje koje su opterećene valutnom supstitucijom. Posедуjući obaveze u stranoj valuti, banke su izložene valutnom riziku, ali odobravanjem kredita u stranoj valuti on biva prebačen na kompanije. Na taj način se rizik direktne izloženosti valutnom riziku banke zamenjuje rizikom neispunjenih obaveza od strane klijenata (kreditni rizik), a kao razlozi za to se mogu pronaći u pretpostavkama da banke poseduju averziju prema direktnoj izloženosti valutnom riziku, ali delom i u loše definisanom prudencijalnom nadzoru.³ Time se povećava izloženost ekonomije valutnim i finansijskim krizama, jer generalno posmatrano, kompanije ne primenjuju instrumente zaštite od deviznog rizika. Razvijeno tržište svopova, forvarda i fjučersa bi omogućilo bankama da se osiguraju od valutnog rizika i ne pribegavaju njegovom transferisanju na klijente, kojima u najboljem slučaju, obezbeđuju samo delimičnu zaštitu (Luca, Petrova, 2008: 866-868).

Kada je reč o stranim bankama u Srbiji, upotreba valutnih forvarda i svopova u funkciji zaštite od deviznog rizika je znatno intenzivnija. Strane banke zaključuju forvard i svop aranžmane u svoje ime i za svoj račun sa inostranim bankama kako bi se zaštitile od valutnog rizika, pri čemu su oni prevashodno vezani za tržišta i transakcije sa matičnim kompanijama. One to čine i za račun i u ime svojih klijenata. Karakteristično je da velike strane banke imaju za klijente i velike kompanije čije su transakcije po obimu i vrednosti veoma značajne. U pitanju su uglavnom strane kompanije koje od svojih matičnih kompanija dobijaju naloge o potrebnoj zaštiti od deviznog rizika. Njihove transakcije su veoma izložene negativnom uticaju promene kursa, što može naškoditi poslovnom rezultatu ukoliko se ne primenjuje adekvatan sistem zaštite od deviznog rizika. Male kompanije se ne usuđuju da

³ Svrha prudencijalne (opreznosne) supervizije bankarskog sistema se ogleda u zaštiti deponenata, investitora i akcionara finansijskih institucija od rizika. Podrazumeva uspostavljanje određenih standarda u poslovanju bankarskog sektora koji se tiču obezbeđenja adekvatne visine kapitala, minimalnog nivoa likvidnosti, kao i ograničenja izloženosti rizicima.

koriste navedene instrumente zaštite od rizika, jer nisu dovoljno upućene u iste, nemaju dovoljno poverenja u bankarski sistem i ne žele da špekulišu plašeći se ostvarenja nepovoljnih rezultata.

Imajući u vidu konstantan rast kursa EUR/RSD, banke u Srbiji u najvećem broju slučajeva (oko 90%) zaključuju valutne forvarde u kojima kompanije kupuju devize štiteći se na taj način od depresijacije domaće valute. Na osnovu istraživanja u bankama i kompanijama može se zaključiti da kompanije više pokazuju interesovanje za zaključivanjem valutnih forvarda nego valutnih svopova sa bankama. Takođe, mnogobrojne strane banke zaključuju valutne svopove na dnevnom nivou razmenjujući jednu valutu za drugu na tržištu novca i time obezbeđujući potreban nivo likvidnosti i solventnosti. Na taj način se valutni svopovi ne koriste u funkciji klasičnog finansijskog derivata, jer je u ovakvim situacijama banci isplativije da putem valutnih svopova obezbedi nedostajuću valutu nego da je pozajmljuje i time se zadužuje, a za uzvrat plasira kroz depozite onu valutu koja joj trenutno nije potrebna. Uvek postoji izloženost riziku da pozajmljena sredstva u vidu depozita neće biti vraćena banci od strane klijenata.

Na osnovu iskustava banaka, može se zaključiti da u poslednje vreme kompanije pokazuju malo veće interesovanje za korišćenje finansijskih derivata u svom poslovanju. U uslovima krize, kompanije sve manje žele da rizikuju i žele da poseduju što veću izvesnost u svojim poslovnim poduhvatima. Jedan od razloga koji kod njih izaziva sumnju po pitanju upuštanja u zaključenje valutnih forvard i svop aranžmana sa bankom jeste taj da postoji velika razlika u kamatnim stopama na domaću i stranu valutu koja je u najčešćem broju slučajeva euro. Interesovanje klijenata bi značajno poraslo da je dati kamatni diferencijal manji, jer bi u tom slučaju zaključenje ugovora po kompaniju bilo znatno isplativije. Na primer, prema nekim projekcijama, ukoliko je trenutni kurs EUR/RSD 112 i kompanija odluči da zaključi valutni forvard ugovor sa bankom za period od godinu dana, a imajući u vidu trenutne kamatne stope na dinare i eure, terminski kurs po kojem bi kompanija kupovala stranu valutu nakon godinu dana bi iznosio oko 123 din za euro, što bi kompanije u većini slučajeva tretirale kao neisplativu transakciju.

Uloga NBS u podsticanju razvoja tržišta finansijskih derivata

Istraživanjima NBS se ističe da ukoliko bi bila zastupljena veća upotreba domaće valute u finansijskom sistemu Srbije, kao i usklađenost valutne strukture prihoda i rashoda nebankarskog sektora, stepen finansijske stabilnosti naše zemlje bi bio poboljšana, rizik od promene

deviznog kursa bi bio umanjen, a povećala bi se i efikasnost monetarne politike. NBS od 2010. godine sprovodi intenzivnu kampanju koja je usmerena na promovisanje instrumenata zaštite od deviznog rizika domaćih kompanija, putem koje privrednici treba da se bolje upoznaju sa finansijskim derivatima koji su trenutno dostupni na našem tržištu.

Od decembra 2011. godine primenjuje se nova Odluka o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima koja primenu finansijskih derivata čini znatno fleksibilnijom. Kompanije, pored zaključenja forvard ugovora radi hedžinga realnih plaćanja i naplata, sada mogu da ih koriste i za usklađivanje otvorenih deviznih pozicija (na primer u slučaju indeksiranih kredita), a svop ugovore i za upravljanje tokovima priliva/odliva deviznih i dinarskih sredstava. Takođe, omogućeno je i slobodno plaćanje po netingu-prebijanju dugova i potraživanja po poslovima sa finansijskim derivatima ukoliko je to predviđeno ugovorom (http://www.nbs.rs/static/nbs_site/gen/latinica/90/dinarizacija/din_12_11.pdf).

Da bi se podstakao razvoj tržišta međubankarskih valutnih svopova, NBS organizuje jednom nedeljno svop aukcije deviza na kojima nudi bankama zaključivanje svop transakcija na rok do tri meseca. Cilj

Tabela 1.

Svop transakcije NBS u milionima evra, 2011. (kvartalni podaci)

Tromesečje	Svop prodaja deviza u prvom kraku	Svop kupovina deviza u prvom kraku
<i>I</i>	29,5	35,0
<i>II</i>	4,0	44,0
<i>III</i>	35,0	-
<i>IV</i>	111,0	49,0
<i>Ukupno</i>	179,5	128,0

Izvor: NBS, Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije, decembar, 2011.

organizovanja ovih aukcija se bazira na podsticanju međubankarske svop trgovine devizama, kao i na razvoju tržišta instrumenata zaštite od deviznog rizika. Aukcionom svop prodajom deviza za dinare obezbeđuje se dodatna euro-likvidnost, dok se aukcionom svop kupovinom deviza obezbeđuje dodatna dinarska likvidnost. Svaka banka kao potencijalni učesnik u deviznim svop aukcijama prijavljuje svop poene koji se javljaju kao razlika između terminskog i spot kursa EUR/RSD i koji ukazuju na razliku u kamatnim stopama na eure i dinare. NBS u jednom trenutku preseca aukciju i određuje koja je to minimalna ponuda koju prihvata i sve banke čije ponude premašuju datu ponudu zaključuju valutni svop ugovor sa NBS (http://www.nbs.rs/internet/cirilica/50/50_5/index.html).

U posljednjem tromesečju 2011. godine NBS je ukupno svop kupila 49 miliona eura, a ukupno svop prodala 111 miliona eura. Takođe, može se konstatovati da su obimi realizacije na svop aukcijama u posljednjem tromesečju bili veći od realizacija zabeleženim u prethodnim tromesečjima.

Tabela 2.

Svop transakcije NBS u milionima evra, 2011. (mesečni podaci)

Mesec	Svop prodaja deviza u prvom kraku	Svop kupovina deviza u prvom kraku
<i>Oktoibar</i>	31,0	2,0
<i>Novembar</i>	40,0	17,0
<i>Decembar</i>	40,0	30,0
Ukupno	111,0	49,0

Izvor: NBS, Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije, decembar, 2011.

Na osnovu tabele 2 možemo videti da je najveći mesečni iznos svop transakcija ostvaren u decembru prošle godine, kada je NBS svop prodala bankama 40 miliona eura, a od njih svop kupila 30 miliona eura. Na predstavljenim svop aukcijama postoji interesovanje sa obe strane tržišta što podsticajno deluje na razvoj datog segmenta međubankarskog tržišta.

Tabela 3.

Obim ukupne međubankarske trgovine na deviznom tržištu

Datum	Obim trgovine – TERMIN		Obim trgovine – SVOP	
	EUR	USD	EUR	USD
11.02.2011.			9.661.836	13.103.387
03.06.2011.			5.920.082	8.574.642
15.06.2011.			3.000.000	4.326.903
28.06.2011.			3.000.000	4.289.100
30.06.2011.	20.683	30.000	.	.
02.08.2011.			3.000.000	4.272.901
04.08.2011.			2.000.000	2.856.201
12.08.2011.			3.000.000	4.257.899
12.10.2011.			5.000.000	6.813.497
28.10.2011.			1.994.615	2.827.767
22.11.2011.	11.126	15.000		
13.01.2012.			5.000.000	6.435.997

Izvor: NBS, Međubankarsko devizno tržište, Ukupna međubankarska trgovina na deviznom tržištu.

Ipak, uzimajući u obzir veoma važnu činjenicu da NBS često ostvaruje pozitivan finansijski rezultat u datim transakcijama, za banke bi bila isplativija solucija da direktno međusobno trguju bez njenog posredstva.

U tabeli 3 se može sagledati obim ukupnih zaključenih valutnih forvard i svop aranžmana između banaka u periodu od januara 2011. do maja 2012. godine. U januaru 2012. godine je zabeležena poslednja valutna transakcija, pri čemu je udeo zaključenih valutnih svop aranžmana između banaka znatno veći.

Od početka 2010. godine banke gotovo da nisu zabeležile transakcije termenske kupovine deviza od klijenata, dok su transakcije termenske prodaje deviza klijentima od strane banaka zastupljene. Zaključno sa septembrom 2011. godine banke su prodale 795,5 miliona evra sa rokom dospeća dužim od sedam dana, što predstavlja učešće terminskih transakcija od 4,3% u ukupnoj prodaji deviza klijentima od početka 2010. (http://www.nbs.rs/static/nbs_site/gen/latinica/90/dinarizacija/din_09_11.pdf).

Zaključak

Na osnovu analize određenih makroekonomskih indikatora, kao što su rast bruto domaćeg proizvoda, paritet kupovne snage valute, inflacija, kamatne stope, kao i primene različitih postupaka analize istorijskih podataka i uočavanja obrazaca u ponašanju deviznih kurseva na osnovu grafičkog prikaza kretanja kurseva, mogu se uočiti određene tendencije u kretanju kursa domaće i strane valute, ali je nemoguće sa sigurnošću predvideti njegovo kretanje. Usled trenutne monetarne politike NBS koja je usredsređena na objavljivanje ciljne stope inflacije, a samim tim i na uvođenje politike fluktuirajućeg deviznog kursa koja podrazumeva oscilacije deviznog kursa, javlja se potreba da se transakcije koje se obavljaju u stranim valutama osiguraju od nepredvidivosti deviznog kursa. Na osnovu istraživanja primene valutnih forvarda i svopova u bankama i kompanijama, stečen je utisak da je tržište derivata u Srbiji u početnoj fazi razvoja. Banke i velike kompanije u stranom vlasništvu, kao i manji broj domaćih velikih kompanija, intenzivnije koriste valutne forvarde i svopove kao instrumente zaštite od deviznog rizika. U njima su zastupljena posebna odeljenja (tzv. odeljenja trezora), koja su specijalizovana za upravljanje novčanim tokovima i deviznim rizicima. Sa druge strane, domaći privrednici, i pored određenog napretka koji je zabeležen u poslednje vreme, ne primenjuju finansijske derivate u svom poslovanju, oslanjajući se prvenstveno na tradicionalne tehnike upravljanja rizikom. Kod velikog broja kompanija u Srbiji i dalje postoji sumnja u svrsishodnost ugovaranja finansijskih derivata, koja svoju opravdanost pronalazi u visoko definisanom terminskom kursu od strane banaka. Mali pomak u primeni valutnih svopova i forvarda je uslovljen trenutnim kriznim okolnostima u kojima se upotrebom finansijskih

derivata neizvesnost budućih momenata svodi na ravan sadašnjeg i poznatog, ali i aktuelnom kampanjom NBS i novom Odlukom o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima. Sa druge strane, veoma je važno sagledati i uzroke finansijske krize koji se dovode u vezu sa tržištem finansijskih derivata. Veliki broj hipotekarnih zajmova, koje su banke odobravale klijentima sa niskim kreditnim rejtingom, je putem sekjuritizacije postao osnov za emitovanje hartija od vrednosti koje su na taj način bile obezbeđenje hipotekom. Cilj je bio da se finansijskim inovacijama, koje obezbeđuju visok prinos i rizik, nelikvidna aktiva učini likvidnom. Međutim, finansijski derivati su emitovani na bazi visokorizičnih stambenih kredita i upravo je kriza na tržištu nekretnina i bila katalizator aktuelne finansijske krize. Smatra se da je odsustvo rizičnih finansijskih derivata predstavljalo jedan od faktora koji su zaštitili Srbiju od udara primarne finansijske krize. Prema podacima Federacije svetskih berzi (World Federation Exchange) finansijska kriza je izazvala značajno usporavanje rasta tržišta derivata od 2008. godine. Takođe, veoma je važno istaći i to da Beogradska berza predstavlja nerazvijeno tržište, na kojem trgovina finansijskim instrumentima u poslednje vreme dostiže svoj minimum. Stoga, razvijanje tržišta finansijskih derivata u Srbiji ipak treba posmatrati sa velikom pažnjom.

Literatura

- Credit Agricole Serbia, *Zaštita od kursnog rizika – Terminska kupoprodaja deviza*, <http://www.creditagricole.rs/privreda/zastita-od-kursnog-rizika>, preuzeto 17.5.2012.
- Kotzé, A. (2011) Foreign Exchange Derivatives: Effective Theoretical and Practical Techniques for Trading, Hedging and Managing FX Derivatives. *Financial Chaos Theory Pty. Ltd.*
<http://www.quantonline.co.za/documents/FxDerivatives%20Fin.pdf>, preuzeto 27.4.2012.
- Luca A., I. Petrova (2008) What drives credit dollarization in transition economies. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, Issue 5, pp. 858- 869.
- Miškin, S. F. (2006) *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*. Beograd: Data status.
- Narodna banka Srbije (2011) Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije, septembar, str. 2-11.
http://www.nbs.rs/static/nbs_site/gen/latinica/90/dinarizacija/din_09_11.pdf, preuzeto 12.5.2012.

- Narodna banka Srbije (2011) Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije, decembar, str. 15-16.
http://www.nbs.rs/static/nbs_site/gen/latinica/90/dinarizacija/din_12_11.pdf, preuzeto 12.5.2012.
- Narodna banka Srbije, Kontrola banaka, Upravljanje rizicima u bankarskom poslovanju, Osnovni pokazatelji poslovanja banaka,
http://www.nbs.rs/internet/latinica/55/55_6/55_6_1.html, 29.4.2012.
- Narodna banka Srbije, Devizni hedžing,
<http://webservices.nbs.rs/FinancialCalculatorOfficeSite/SerCyril/FinancialCalculator/TerminskiKurs.aspx>, preuzeto 11.5.2012.
- Narodna banka Srbije, Bankarski sistem, Devizne svop aukcije EUR/RSD,
http://www.nbs.rs/internet/cirilica/50/50_5/index.html, 20.5.2012.
- Narodna banka Srbije, Međubankarsko devizno tržište, Ukupna međubankarska trgovina na deviznom tržištu,
http://www.nbs.rs/internet/cirilica/50/50_4/50_4_1/50_4_1_1.html, preuzeto 21.5.2012.
- Raiffeisen Banka, Devizno i novčano tržište, Instrumenti za zaštitu od kamatnog i valutnog rizika. Valutni forward,
<http://ss.raiffeisenbank.rs/code/navigate.aspx?Id=38>, 27.5.2012.
- Rashty J., J. O'Shaughnessy (2012) Foreign Currency Forward Contracts and Cash Flow Hedging, *CPA Journal*, Vol. 82 Issue 3, pp. 22-27.
- Steiner, R. (1998) *Mastering Financial Calculations*. Great Britain: Prentice Hall, Financial Times.
- Šoškić, D., B. Živković (2011) *Finansijka tržišta i institucije*. Beograd: CID Ekonomskog fakulteta.
- World Federation of Exchanges (2010) Annual report & Statistics, Derivatives market survey, <http://www.world-world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE2010AR%20final.pdf>, preuzeto 22.5.2012.

Ivana Ostojić

Mogućnost korišćenja valutnih forvarda i svopova u bankama i kompanijama u funkciji zaštite od deviznog rizika

Rezime

Finansijski derivati predstavljaju instrument kako za upravljanje, tako i za zaštitu od rizika učesnika na finansijskom tržištu. Svoju popularnost stiču napuštanjem sistema vođenja fiksnog deviznog kursa i pojave promenljivosti kamatnih stopa. U radu se sagledavaju dva finansijska derivata: valutni forvardi i valutni svopovi. Činjenica je da su banke, kao i kompanije u čijem poslovanju postoje plaćanja i naplate u različitim valutama, izložene riziku promene deviznog kursa. U radu se istražuje na koji način valutni forvardi i valutni svopovi obezbeđuju zaštitu od deviznog rizika i u kojoj meri ih banke i kompanije u Srbiji koriste kao instrument zaštite.

Ključne reči: valutni forvardi, valutni svopovi, hedžing, derivati, devizni rizik

Ivana Ostojić

Possibility of Using Foreign Currency Forwards and Swaps in Banks and Companies in Order to Provide Protection against Foreign Exchange Risk

Summary

Financial derivatives represent means for risk management and protection for those on the financial market. The derivatives grew popular with the abandonment of fixed exchange rate systems and with the appearance of varying interest rates. The paper reviews two kinds of financial derivatives: foreign currency forwards and foreign currency swaps. The fact is that banks and companies whose operations are billing and payment in different currencies are exposed to exchange rate changes. This paper explores how foreign currency forwards and foreign currency swaps provide protection against foreign exchange risk and how many banks and companies in Serbia used them as a hedging instrument.

Key words: foreign currency forwardws, foreign currency swaps, hedging, derivatives, foreign exchange risk

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд
3(082)

POMERAĆEMO granice / [urednici Mirjana
Rašević, Milan M. Marković]. - Beograd :
Institut društvenih nauka, 2012 (Beograd :
Grafički centar). - 233 str. : graf. prikazi,
tabele ; 24 cm

Tiraž 250. - Str. [5]: Predgovor / urednici.
- Str. 227-231: Reč recenzenata / Zorica
Mršević, Aleksandar Bošković. - O autorima:
str. 232-233. - Napomene i bibliografske
reference uz tekst. - Bibliografija uz svaki
rad. - Summaries.
ISBN 978-86-7093-141-1

a) Друштвене науке - Зборници
COBISS.SR-ID 194075660