

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

***TEČAJNA TVEGANJA IN VSTOP
SLOVENIJE V EMU***

Ljubljana, junij 2006

BOŠTJAN KOVAČ

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga

napisala pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	OSNOVNI POJMI V ZVEZI Z DEVIZNIMI TRGI	2
2.1	DEVIZA IN VALUTA	2
2.2	DEVIZNI TRGI	3
2.2.1	FUNKCIJE DEVIZNIH TRGOV	3
2.2.2	ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIMI TVEGANJI NA PROMPTNIH TRGIH	4
3	DEVIZNI TEČAJ	5
3.1	NOMINALNI DEVIZNI TEČAJ	6
3.2	REALNI DEVIZNI TEČAJ	6
3.3	TRŽNO DOLOČANJE DEVIZNEGA TEČAJA: SISTEM FLEKSIBILNEGA DEVIZNEGA TEČAJA	7
3.3.1	FAKTORJI VPLIVANJA NA SPREMEMBO DEVIZNEGA TEČAJA	7
3.4	DOLOČANJE DEVIZNEGA TEČAJA OB INTERVENCIJI DRŽAVE: SISTEM FIKSNEGA IN SISTEM HIBRIDNEGA DOLOČANJA DEVIZNEGA TEČAJA	10
3.4.1	RAZLOGI ZA INTERVENIRANJE DRŽAVE NA DEVIZNEM TRGU	10
4	TEČAJNA TVEGANJA	11
4.1	OPREDELITEV	11
4.2	VRSTE TEČAJNIH TVEGANJ	12
4.2.1	TRANSAKCIJSKO TVEGANJE	12
4.2.2	EKONOMSKO TVEGANJE	12
4.2.3	PREVEDBENO TVEGANJE	13
5	ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIMI TVEGANJI	13
5.1	NOTRANJE TEHNIKE ZAVAROVANJA PRED TEČAJNIM TVEGANJEM	13
5.1.1	URAVNOTEŽENJE (MATCHING)	14
5.1.2	POSPEŠEVANJE »LEADING« IN UPOČASNJEVANJE »LAGGING« PLAČIL	14
5.1.3	POLITIKA CEN »PRICING«	14
5.1.4	MEDPODJETNIŠKI OBRAČUN »NETTING«	15
5.2	ZUNANJE TEHNIKE ZAVAROVANJA PRED TEČAJNIM TVEGANJEM	15
5.2.1	NESTANDARDIZIRANE TERMSKE POGODBE	15
5.2.2	OUTRIGHT IN VMESNI ROKI	17
5.2.3	STANDARIZIRANE TERMSKE POGODBE	17
5.2.4	TERMSKA ZAMENJAVA (SWAP)	17
5.2.5	VALUTNA OPCIJA	18
6	EMU IN ERM II	20
6.1	ZGODOVINSKI PREGLED NASTANKA EMU	20
6.2	ERM II	22
6.3	SLOVENSKO VKLJUČEVANJE V EMU	23
6.4	IZPOLNJEVANJE MAASTRICHTSKIH KONVERGENČNIH KRITERIJEV	24

7	<u>VSTOP V EMU IN TEČAJNA TVEGANJA</u>	25
7.1	POSLEDICE VSTOPA V EMU NA TEČAJNA TVEGANJA	25
7.2	DOLOČITEV MENJALNEGA RAZMERA OB PREVZEMU EVRA	27
7.3	PERSPEKTIVE EVRA	28
8	<u>PRIMER PODJETJA KOVINOPLASTIKA LOŽ D.D</u>	32
8.1	O PODJETJU	32
8.2	OPREDELITEV PROBLEMA	34
8.3	SIMULACIJA ZAVAROVANJA S TERMSKIMI POGODBAMI ZA POLJSKO V LETU 2003	37
8.4	OCENA STROŠKOV TERMSKEGA ZAVAROVANJA ZA OBDOBJE 2001 -2004	38
9	<u>SKLEP</u>	39
	<u>LITERATURA</u>	41
	<u>VIRI</u>	42
	<u>PRILOGE</u>	1
1	<u>SLOVARČEK KRATIC</u>	1
2	<u>ANALIZA PO POSAMEZNIH DRUŽBAH</u>	2
3	<u>GRAFIČNI PREGLED GIBANJA VALUT</u>	5

1 UVOD

Do leta 1973 je bil svetovni mednarodni sistem urejen v brettonwoodskem sistemu. Zasnovan je bil kot režim prilagodljivega fiksne deviznega tečaja, meje gibanja pa so bile v višini +/- 1 odstotek. Če je bila država soočena s temeljnim neravnotežjem, pa je bila dopuščena možnost spremembe paritetnega razmerja z devalvacijo ali revalvacijo. Praksa je pokazala, da so se države zelo poredko in samo kadar so bile pod velikimi plačilnobilanci pritiski odločale za spremembo paritetne vrednosti. Čeprav je bil ta devizni režim formalno režim prilagodljivega, je bil dejansko bolj režim trajno fiksne deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 94).

Leta 1973 je brettonwoodski sistem dokončno razpadel in v veljavo so postopoma stopili sistemi fleksibilnih deviznih tečajev. Režime v okviru sistema fleksibilnih deviznih tečajev je v letu 1976 imelo le 11 % držav, v letu 1996 pa je bilo takih držav že 52 % (Mrak, 2002, str. 99). Za fleksibilne sisteme deviznih tečajev je značilno, da je njihovo gibanje dosti bolj nepredvidljivo kot v sistemih fiksne deviznih tečajev. Posledica so valutna tveganja.

»Valutno tveganje je verjetnost, da nepričakovana sprememba v deviznem tečaju spremeni domačo vrednost tujega plačila, ki ga pričakujemo iz tujine. Je pa tudi verjetnost, da nepričakovana sprememba deviznih tečajev spremeni količino domače valute, potrebne za plačilo dolga nominiranega v tuji valuti« (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str.152).

Zaradi nestabilnosti trgov je valutno tveganje najtežje predvidljivo od vseh vrst tveganj. Konsenz tržnih udeležencev je, da je predvidevanje kratkoročnih gibanj deviznih tečajev praktično nemogoče. Ravno zaradi tega je poslovna praksa v podjetjih zahodne Evrope, da se del izpostavljenosti valutnim tveganjem zavaruje z različnimi instrumenti zavarovanja pred valutnimi tveganji.

Uvodu v diplomsko delo sledi drugo poglavje, v katerem sem opredelil osnovne pojme. Tako je opredeljena razlika med devizo in valuto ter prostor kjer se trguje, to je devizni trg. Devizni trg ima tri funkcije, prva je klirinški mehanizem, s pomočjo katerega vsak udeleženec lahko dobi valuto, ki jo potrebuje. Druga funkcija omogoča zavarovanje pred tečajnim tveganjem. Devizni trgi udeležencem namreč omogočajo, da lahko v celoti zaprejo devizno pozicijo - transakcija se imenuje »hedging«. Tretja funkcija pa omogoča tržnim udeležencem tudi špekuliranje z deviznim tečajem oziroma zavestno prevzemanje tečajnih tveganj. Na tem mestu sem tudi opredelil promptne in terminske transakcije ter možnost zavarovanja pred valutnimi tveganji na promptnem deviznem trgu. Tretje poglavje je v celoti namenjeno deviznemu tečaju. V tem sklopu je opredeljen nominalni in realni devizni tečaj, razlika med direktno in indirektno kotacijo ter določanje deviznega tečaja. Opisani so tudi različni sistemi deviznih tečajev. V sistemu fleksibilnega deviznega tečaja gre za tržno določanje in je v praksi redko uporabljen. Druga skrajnost je čisti fiksni sistem. Večina držav ima hibridno obliko, kjer država z intervencijami posega na devizni trg, ter tako ne dopusti čistega tržnega

določanja deviznega tečaja. V tem sklopu sem podrobno opredelil faktorje, ki vplivajo na določanje višine deviznega tečaja ter razloge za državne intervencije.

Po prvih treh poglavjih, v katerih sem poskušal prikazati okvir v katerem potekajo posli na deviznih trgih, v četrtem poglavju sledi opredelitev tečajnih tveganj. Potrebno je ločiti med tremi vrstami le teh. V literaturi se uporablja delitev na ekonomsko, prevedbeno in transakcijsko tveganje. V petem poglavju sledi pregled možnosti zavarovanj pred tečajnimi tveganji. Uporabil sem delitev na notranje tehnike zavarovanja, za katere je značilno, da jih podjetja lahko uporabijo brez posredovanja zunanjih partnerjev in zunanje tehnike zavarovanja, pri katerih pa morajo podjetja preko posrednikov uporabiti izvedene finančne instrumente na finančnem trgu.

Po skoraj dveh letih v mehanizmu tečajnih razmerij ERM II, je Slovenija na dobri poti k prevzemu evra. Po prevzemu lahko pričakujemo mnogo koristi, saj skupna evropska valuta odpravlja tečajna tveganja med državami članicami EMU. Skupna valuta tudi znižuje obrestne mere in državam omogoča, da izkoristijo prednosti stabilnih cen, kar je poglobitni cilj ECB. Utira pot likvidnemu in integriranemu trgu kapitala med državami, ki sprejmejo evro. Širitev evroobmočja pomeni, da te prednosti lahko izkoristi več držav članic EU. V šestem poglavju sem prikazal zgodovino ustanavljanja EMU in slovensko pot v EMU preko mehanizma tečajnih razmerij ERM II.

Realno je pričakovati, da se bo Slovenija 1.1.2007 vključila v EMU. S tem se bodo za Slovenijo spremenila tečajna tveganja, saj bomo prevzeli tečajna tveganja evra. V sedmem sklopu bom poskušal preveriti ali bo vstop Slovenije v EMU pozitivno vplival na podjetja iz vidika spremembe tečajnih tveganj.

V zadnjem sklopu je prikaz problematike tečajnih tveganj na praktičnem primeru podjetja Kovinoplastika Lož in njenih hčerinskih družb, ki poslujejo na trgih Vzhodne in Jugovzhodne Evrope. Šest prodajnih hčerinskih družb se sooča z precejšnjimi tečajnimi tveganji, ki lahko dobiček iz poslovanja spremenijo v čisto izgubo in obratno. Preveril bom smiselnost zavarovanja pred tečajnimi tveganji z uporabo terminskega zavarovanja in ali bo vstop Slovenije v EU spremenil izpostavljenost tečajnim tveganjem.

2 OSNOVNI POJMI V ZVEZI Z DEVIZNIMI TRGI

2.1 DEVIZA IN VALUTA

»Za devizo se štejejo vse terjatve na katerikoli osnovi, ki se glasijo na tujo valuto, kot tudi vse vrste efektivnega tujega denarja razen kovanega zlatega denarja.« (Veselinovič, 1991, str. 11).

Zakon o deviznem poslovanju (1999) pa opredeljuje devizo kot: »Devize so denarne terjatve do drugih bank«.

Kljub temu, da je potrebno razlikovati med pojmom deviza in pojmom valuta, pa lahko valuto v širšem smislu štejemo za devizo. Če gledamo na valuto iz domače države, jo lahko opredelimo kot tuj denar, s katerim razpolagamo v državi, medtem ko je deviza tudi denar, s katerim razpolagamo v tujini.

Valute so torej tisti tuj denar, s katerim se lahko razpolaga doma, to so tuji bankovci in kovanci. Devize so v glavnem imetje pri bankah v tujini poleg menic, ki se glasijo na tuj denar, ki pa danes niso več pomembne v mednarodnih plačilih.

2.2 DEVIZNI TRGI

»Devizni trgi so trgi, na katerih posamezniki, podjetja in banke prodajajo in kupujejo tuje valute oziroma devize.« (Mrak, 2002, str. 108). Devizni trg za posamezno valuto, na primer za evro, je sestavljen iz vseh geografskih lokacij po svetu, kjer se evri prodajajo za druge valute, oziroma kjer se evri kupujejo s tujimi valutami. Osnovni značilnosti deviznih trgov sta torej, da v geografskem smislu zajemajo cel svet in da v vsakem trenutku delovnega dne trgovanje z devizami poteka v vsaj nekaterih od svetovnih finančnih centrov.

Po razpadu brettonwoodskega sistema je prišlo do velikih kvantitativnih in kvalitativnih sprememb na deviznih trgih. Obseg finančnih transakcij na deviznih trgih se je eksponentno povečeval. Tako je leta 1998 znašal že skoraj 1.600 milijard USD dnevno v primerjavi s 75 milijardami USD dnevno leta 1979. Tehnološke spremembe in inovacije na področju telekomunikacij in informatike so omogočile tesno medsebojno povezanost posameznih deviznih trgov po svetu, tako da trgovanje z devizami danes poteka tako rekoč neprekinjeno oziroma 24 ur na dan. Velike oscilacije v deviznih tečajih vodilnih valut sveta, ki so značilne za obdobje zadnjih treh desetletij, so pospešile razvoj novih finančnih instrumentov. Z njihovo uporabo se udeleženci na deviznih trgih skušajo zavarovati pred tečajnimi tveganji (Mrak, 2002, str. 107).

2.2.1 FUNKCIJE DEVIZNIH TRGOV

Udeleženci na deviznih trgih kupujejo in prodajajo devize iz različnih razlogov. Tistim, ki so vključeni v mednarodno blagovno menjavo, devizni trgi omogočajo prodajo in nakup deviz, ki jih potrebujejo za opravljanje svoje osnovne dejavnosti. Za te subjekte so devizni trgi nekakšen klirinški mehanizem, s pomočjo katerega vsak udeleženec lahko dobi tisto valuto, ki jo potrebuje. Devizni trgi lahko pomagajo tudi pri opravljanju funkcije zavarovanja pred tečajnim tveganjem. Seveda pa devizni trgi udeležencem, ki na njih poslujejo, omogočajo tudi špekuliranje z deviznim tečajem oziroma zavestno prevzemanje tečajnih tveganj. Z vidika mojega diplomskega dela je zanimiva predvsem druga funkcija, funkcija zavarovanja pred tečajnimi tveganji.

Pred predstavitvijo možnosti zavarovanja pred valutnimi tveganji na promptnem trgu je pomembno opredeliti promptni in terminski devizni trg. O promptnem deviznem tečaju

govorimo, če se vse transakcije na deviznem trgu opravijo tako, da se prodajalec in kupec dogovorita o ceni, po kateri naj bi bila valuta kupljena oziroma prodana ter se sočasno s tem dogovorom posel tudi dejansko opravi. Takojšnji posel se obravnava v primeru, če je izvršitev najkasneje v dveh delovnih dneh.

Poleg transakcij na promptnem trgu poznamo tudi transakcije na terminskem trgu. To pomeni, da gre za sklenitev poslov na deviznem trgu, pri katerih se prodajalec in kupec o ceni devize dogovorita danes, realizacija transakcije pa se zgodi v točno določenem trenutku v prihodnosti, najbolj pogosto čez en mesec, tri mesece, šest mesecev, devet mesecev ali eno leto. Terminski tečaj se oblikuje na osnovi ponudbe in povpraševanja, ki ju za terminske devize izkazujejo udeleženci na deviznem trgu. Kasneje bom predstavil tudi druge možnosti transakcij na terminskem deviznem trgu, na katerem ni nujno da se transakcija realizira v točno določenem trenutku v prihodnosti.

2.2.2 ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIMI TVEGANJI NA PROMPTNIH TRGIH

Devizni trgi omogočajo zavarovanje pred tečajnimi tveganji s transakcijo imenovano »hedging«. »Hedging« je aktivnost udeležencev na deviznem trgu, s katerimi zapirajo svojo odprto devizno pozicijo. Za ekonomski subjekt pravimo, da ima »zaprto« pozicijo v določeni valuti takrat, ko je obseg njegovih terjatev v tej valuti izenačen z obsegom njegovih obveznosti v tej isti valuti. V tem primeru je subjekt popolnoma zavarovan pred tečajnim tveganjem te valute, saj je vpliv spremembe njenega tečaja identičen na obe strani njegove bilance, torej tako na stran njegovih terjatev kot na stran njegovih obveznosti v tej valuti. Če pa ima udeleženec na deviznem trgu več oziroma manj terjatev v določeni valuti, kot ima obveznosti v tej isti valuti, potem pravimo, da ima »odprto« pozicijo v tej valuti. To pa seveda pomeni, da je izpostavljen tečajnemu tveganju, saj vpliv spremembe tečaja te valute ni enak – je namreč večji ali manjši na obeh straneh njegove bilance. Odprta pozicija v določeni valuti je lahko »dolga« ali »kratka«. Pri »dolgi« ima subjekt neto terjatve v tej valuti, pri »kratki« pa ima subjekt neto obveznosti v tej isti valuti (Mrak, 2002, 112).

Slovenski uvoznik, ki mora čez tri mesece plačati uvoženo blago v vrednosti 1 milijon USD, se lahko izogne tveganju spremembe tečaja SIT za USD na ta način, da že danes na promptnem deviznem trgu z znano količino SIT kupi potrebno količino USD. Na ta način se seveda izogne tveganju, da bo čez tri mesece promptni devizni tečaj višji, oziroma da bo takrat moral za 1 milijon USD plačati več kot danes. Seveda pa mora uvoznik za tovrstno zavarovanje pred tečajnim tveganjem razpolagati z likvidnimi sredstvi ali pa se mora zadolžiti na domačem trgu v višini plačila. V primeru zadolžitve na domačem trgu so stroški zavarovanja pred valutnim tveganjem torej enaki razliki med stroški plačila obresti za najet trimesečni tolarski kredit, ki ga mora najeti uvoznik, ter obrestmi, ki jih prejme uvoznik na osnovi plasmaja svojega trimesečnega depozita, denominiranega v USD.

Kot je razvidno iz zgornjega primera, ima zavarovanje pred tečajnimi tveganji na promptnem deviznem trgu vsaj eno veliko slabost. Od ekonomskega subjekta namreč zahteva ali vezavo njegovih likvidnih sredstev ali pa njegovo zadolžitev na domačem denarnem trgu. Oboje pa je seveda povezano s stroški. Le-ti se odražajo ali v obliki plačila za najet kredit in/ali v obliki manjšega donosa na lastna sredstva, s katerimi razpolaga uvoznik. Z zavarovanjem na terminskih deviznih trgih pa se ekonomski subjekti lahko izognejo tako zadolževanju na domačem denarnem trgu kakor tudi vezavi svojih likvidnih sredstev (Mrak, 2002, 113). Podobno kot na promptnem trgu se podjetja pred tečajnimi tveganji zavarujejo na terminskem trgu, kar pa bo podrobneje obravnavano v petem poglavju.

3 DEVIZNI TEČAJ

Devizni tečaj je ena najpomembnejših cen v ekonomiji, saj pomembno vpliva na uvoz in izvoz blaga ter storitev. Kot vsaka druga cena se tudi ta oblikuje kot rezultat ponudbe in povpraševanja in sicer ponudbe ter povpraševanja po tuji valuti. Gre za zelo občutljivo ceno, ki hitro reagira na spremembe v ekonomiji. Skoraj vse ekonomske spremembe v državi in njenem mednarodnem okolju (kot na primer spremembe v produktivnosti, spremembe plač, spremembe v ceni energije, nafte) skupaj z ukrepi ekonomske politike vplivajo na tri ključne makroekonomske indikatorje in sicer na cene, obrestne mere in dohodek. Spremembe v teh indikatorjih pa prek vplivanja na ponudbo in povpraševanje po devizah odločilno vplivajo na oblikovanje in spreminjanje deviznega tečaja. Devizni tečaj reagira celo na pričakovane spremembe v ekonomiji. To je tudi eden glavnih razlogov, da se devizni tečaji objavljajo dnevno ali celo urno (Kreinin, 1991, str. 30).

V obdobju zlate valute se je devizni tečaj gibal glede na ponudbo deviz in povpraševanje po njih. Vendar pa je bilo določeno dovoljeno odstopanje od kovne paritete za največ 0,5 % ali 1 %. Devizni tečaj se je, glede na ponudbo deviz in povpraševanje po njih, gibal pri zlati valuti okrog kovne paritete v relativno ozkem razponu navzgor in navzdol. Najvišja cena, ki jo je lahko dosegla zlata deviza, se je imenovala zgornja zlata točka ali točka izvoza zlata. Najnižja cena ali tečaj, ki jo je lahko dosegla deviza, se je imenovala spodnja zlata točka ali točka uvoza zlata (Ribnikar, 1999a, str. 50).

Po koncu zlate valute se je devizni trg precej spremenil. Devizni tečaj je postal medbančni trg, blago, s katerim se trguje, pa so imetja v tujih valutah, ki jih imajo banke druga pri drugi v različnih finančnih centrih. Potrebno je ločiti terminske od promptnih poslov. Tečaj, to je cena devize, se lahko izrazi za promptne posle ali z razliko od promptnega tečaja. Ta tečaj se imenuje swap rate, ki pove, za koliko je deviza terminsko cenejša (takrat gre za diskont) ali dražja (takrat gre za premijo). Diskont in premija se seveda lahko izražata tudi z odstotno razliko glede na promptni tečaj.

Na dejansko višino deviznega tečaja vplivajo številni dejavniki. Višina konkretnega deviznega tečaja, ki se na določen dan pojavlja kot kotacija na deviznem trgu, je odvisna od ponudbe in povpraševanja na tem trgu. Na ponudbo in povpraševanje pa vplivajo številni

kratkoročni in dolgoročni dejavniki. Tako pričakovanja novih ekonomskih ukrepov države, ki bodo na primer podražili uvoz (npr. uvedba prelevmana, zmanjšanje obsega uvoznega kontingenta, uvedba tehničnih ovir za menjavo itd.), lahko povzroči porast povpraševanja po devizah in s tem rast cene deviz oziroma rast deviznega tečaja. Na daljši rok velja, da ponudbo deviz zagotavljajo vsi izvozniki in povpraševanje po devizah oblikujejo vsi uvozniki. Dnevna količina deviz na trgu niha zaradi različne višine priliva in odliva deviz, nastalih z izvozom in uvozom blaga in storitev (tekoče transakcije), zaradi intervencije centralne banke na deviznem trgu ali zaradi prilivov in odlivov kapitala v gospodarstvo (Kumar, 1999, str. 222).

3.1 Nominalni devizni tečaj

Devizni tečaj, ki se običajno objavlja v dnevnih časopisih, je nominalni bilateralni devizni tečaj. Pove nam koliko enot ene valute lahko na deviznem trgu kupimo z eno enoto neke druge valute. Bilateralni nominalni devizni tečaj je cena ene valute izražena v drugi valuti. O sami relativni moči valute pa nominalni devizni tečaj ne pove nič.

Nominalni devizni tečaj med dvema valutama je na trgu možno izraziti na dva načina.

- **Direktna kotacija:** Vrednost enote tujega denarja, izražena s številom enot domačega denarja
- **Indirektna kotacija:** Vrednost enote domačega denarja, izražena s številom enot tujega denarja.

V bistvu je en način izražanja bilateralnega nominalnega deviznega tečaja samo recipročna vrednost drugega načina. V praksi pa se z izjemo GBP in USD uporablja prvi način, zato bom tudi v diplomskem delu uporabljal direktne kotacije.

3.2 Realni devizni tečaj

Realni bilateralni devizni je nominalni tečaj med valutama dveh držav, ki upošteva tudi gibanje cen v teh dveh državah. Običajno je izražen v obliki indeksa, ki se izračuna tako, da nominalni bilateralni devizni tečaj, izražen v obliki indeksa, pomnožimo z indeksom cen v tuji državi, produkt pa delimo z indeksom cen v domači državi.

Gibanje indeksa bilateralnega realnega deviznega tečaja odraža spreminjanje konkurenčne sposobnosti države v razmerju do njenega bilateralnega partnerja. Pod predpostavko direktne kotacije padanje tega indeksa kaže realno apreciacijo domače valute v primerjavi s tujo valuto in obratno. Zvišanje tega indeksa kaže realno depreciacijo valute.

V naslednjem poglavju bom opredelil dve osnovni obliki oblikovanja deviznega tečaja. Ena je sistem fleksibilnega deviznega tečaja, druga pa oblikovanje deviznega tečaja ob intervenciji države.

3.3 TRŽNO DOLOČANJE DEVIZNEGA TEČAJA: SISTEM FLEKSIBILNEGA DEVIZNEGA TEČAJA

V skrajnem primeru, ko gre za popolnoma fleksibilen devizni tečaj, ki se določa na trgu, gre za teoretičen sistem deviznega tečaja, ki je bil v praksi le redko uporabljen. Višina tečaja je opredeljena izključno z delovanjem tržnih sil, torej brez kakršnekoli intervencije države na trgu.

3.3.1 FAKTORJI VPLIVANJA NA SPREMEMBO DEVIZNEGA TEČAJA

Analizo faktorjev, ki vplivajo na spremembo deviznega tečaja je konceptualno mogoče organizirati na dva načina. Prvi je plačilnobilančni način, ki temelji na analizi vplivov posameznih segmentov plačilne bilance na devizni tečaj, drugi pa je makroekonomski način, ki temelji na preučevanju vplivov posameznih makroekonomskih indikatorjev na devizni tečaj (Mrak, 2002, str. 57).

Spreminjanje deviznega tečaja v odvisnosti od sprememb v posameznih segmentih plačilne bilance

Za potrebe analize plačilno bilanco lahko razdelimo na tekoči del, finančni del in mednarodne denarne rezerve. V tekočem delu plačilne bilance so za preučevanje sprememb v deviznem tečaju pomembne zlasti spremembe v izvozu in uvozu blaga in storitev. Vse kar bo prispevalo k relativnemu dvigu domačih cen, kot na primer inflacija v državi, bo zmanjšalo tudi konkurenčnost domačega blaga, to pa vodi k povečanemu uvozu in torej k povečanemu povpraševanju po devizah.

V zadnjih 20 letih se je drastično povečal obseg transakcij v finančno-kapitalskem delu plačilne bilance. Osnovni razlog je v iskanju višje stopnje donosa na kapital. Nosilci poslovne politike sprejemajo svoje odločitve o gibanju kapitala v/iz tujine na osnovi razlik med obrestnimi merami v posameznih državah, na osnovi pričakovanih sprememb v gibanju deviznih tečajev, na osnovi drugih makro-mikroekonomskih indikatorjev in na osnovi ocene političnega tveganja.

Tretji segment plačilne bilance, katerega spremembe imajo potencialno močan vpliv na gibanje deviznega tečaja, pa so mednarodne denarne rezerve. Z dodatno ponudbo le-teh na deviznem trgu skušajo monetarne oblasti preprečiti depreciacijo domače valute, z dodatnim povpraševanjem po devizah pa skušajo preprečiti njeno apreciacijo. V prvem primeru je intervencija monetarnih oblasti na deviznem trgu omejena z obsegom mednarodnih deviznih rezerv s katerimi razpolagajo, v drugem primeru pa obstajajo tudi meje pri procesu kopičenja mednarodnih denarnih rezerv.

Spreminjanje deviznega tečaja v odvisnosti od sprememb posameznih makroekonomskih indikatorjev

RAZLIKE V STOPNJAH INFLACIJE

Vse kar prispeva k povišanju splošne stopnje rasti v državi, na primer rast cen nafte, višje plače, višji davki itd., povzroči deprecijacijo nacionalne valute. Glede na to, da je količina denarja v obtoku tesno povezana z inflacijo, bi nenadno močno povečanje količine denarja v obtoku preko povečane stopnje inflacije povzročilo deprecijacijo deviznega tečaja. In obratno, zmanjšanje količine denarja v obtoku bi povzročilo apreciacijo deviznega tečaja. Ta povezava kaže, da monetarna politika prek kanala cen vpliva na devizni tečaj države.

Empirične raziskave kažejo, da je prav relativni odnos gibanja cen med dvema državama dolgoročno izredno pomemben faktor vplivanja na bilateralni devizni tečaj valut teh dveh držav. Drugače rečeno, devizni tečaj odraža relativno kupno moč obeh valut, kar je v teoriji znano kot pariteta kupnih moči (Mrak, 2002, str. 59).

RAZLIKE V OBRESTNIH MERAH

Spremembe v relativnih obrestnih merah vplivajo na spreminjanje obsega kapitalskih tokov. To pomeni, da imajo te spremembe vpliv na spremembe v ponudbi in povpraševanju po devizah in posledično tudi na spremembe v deviznem tečaju. Država, ki poveča svoje obrestne mere v primerjavi z drugo državo, lahko pričakuje apreciacijo svoje valute v odnosu do valute druge države.

Tako monetarna kot fiskalna politika imata pomemben vpliv na obrestne mere in prek teh na devizni tečaj. Pod postavko »ceteris paribus« ekspanzivna monetarna politika znižuje obrestne mere neposredno prek znižanja diskontne stopnje centralne banke in posredno prek povečanja količine denarja v obtoku. Vpliva torej na deprecijacijo deviznega tečaja. In seveda obratno, restriktivna monetarna politika vpliva na apreciacijo deviznega tečaja prek instrumenta višjih obrestnih mer. Logika vplivanja fiskalne politike na devizni tečaj pa je, da se obrestne mere dvignejo in devizni tečaj apreciira. Restriktivna fiskalna politika pa ima obratne učinke.

Tabela 1: Vplivi ekonomske politike

Ekonomska politika	Učinek na denarni trg	Učinek na obrestne mere	Učinek na vrednost valute
Monetarna ekspanzija	Ponudba denarja naraste	Padejo	Depreciira
Monetarna kontrakcija	Ponudba denarja se zmanjša	Narastejo	Apreciira
Fiskalna ekspanzija	Povpraševanje po denarju naraste	Narastejo	Apreciira
Fiskalna kontrakcija	Povpraševanje po denarju se zmanjša	Padejo	Depreciira

Vir: Mrak, 2002, str. 60

RAZLIKE V RAVNI DOHODKA

Tretji faktor, ki vpliva na devizni tečaj, je relativna raven dohodka med državama. Povišan dohodek v državi vpliva na deprecijacijo njene valute.

PRIČAKOVANJA

Na osnovi informacij, ki jih dobijo iz različnih virov, udeleženci na deviznem trgu pogosto anticipirajo kaj naj bi se dogajalo z deviznim tečajem določene valute in delujejo v skladu s temi pričakovanji še preden dejansko pride do spremembe deviznega tečaja. Na primer, nenadno povečanje obsega denarja v obtoku vodi do pričakovanja, da se bo stopnja inflacije v državi povečala. Kot nam je že znano bo to povzročilo pričakovanje o deprecijaciji valute. V želji da prehitijo predvideno spremembo deviznega tečaja, bodo udeleženci na deviznem trgu dejansko začeli prodajati to valuto (želeli bodo zmanjšati svoje premoženje v tej valuti), s čimer bodo tudi dejansko prispevali k njeni deprecijaciji še preden bo prišlo do naraščanja stopnje inflacije. Podobno reakcijo na trgu, torej povečano ponudbo valute, bodo sprožile tudi vse druge informacije, na primer informacije o znatnejšem povečanju plač ali informacije o povečanju drugih stroškov proizvodnje, ki bodo vzbudile pričakovanja o deprecijaciji valute.

DRUGI FAKTORJI

Naslednja skupina faktorjev, ki vplivajo na oblikovanje in spreminjanje deviznih tečajev so razni politični in psihološki faktorji. Izbruhi političnih kriz v posameznih delih sveta so običajno spremljani z odlivom kapitala iz prizadetih držav, torej z deprecijacijo valut teh držav. Na podoben način vplivajo na gibanje tečajev tudi različni psihološki faktorji. Primer tega so izbruhi različnih škandalov v posamezni državi, ki povzročijo odliv kapitala iz te države in posledično deprecijacijo njene valute.

Pomembno je poudariti, da je analiza vplivanja faktorjev narejena pod predpostavko »ceteris paribus«. Kot je razvidno, tako rekoč vsi ekonomski dogodki v posamezni državi, skupaj z ukrepi ekonomske politike, vplivajo na ključne makroekonomske indikatorje, ti pa prek vplivanja na ponudbo in povpraševanje po devizah, odločilno vplivajo na oblikovanje in spreminjanje deviznega tečaja. Poleg tega na devizni tečaj vplivajo še drugi faktorji, med katere je moč uvrstiti politične in psihološke faktorje.

Pomemben zaključek analize pa je, da se bo v pogojih fleksibilnega deviznega tečaja ravnotežni devizni tečaj oblikoval v točki, kjer se sekata krivulji tržne ponudbe deviz in tržnega povpraševanja po devizah.

3.4 DOLOČANJE DEVIZNEGA TEČAJA OB INTERVENCIJI DRŽAVE: SISTEM FIKSNEGA IN SISTEM HIBRIDNEGA DOLOČANJA DEVIZNEGA TEČAJA

Sistem fiksnega deviznega tečaja od države zahteva, da fiksira vrednost svoje valute oziroma da določi uradni tečaj, to je njeno paritetno vrednost. To dejansko pomeni, da država definira vrednost svoje valute v razmerju do neke mere vrednosti, kar sta bila zgodovinsko predvsem zlato ali dolar, lahko pa je to tudi kakšna druga mednarodno pomembna valuta oziroma košarica valut. Nato določi najvišjo možno mejo odstopanja vrednosti svoje valute glede na določeno paritetno vrednost. Če se krivulja ponudbe deviz in/ali krivulja povpraševanje po devizah premakne na tak način, da se ravnotežni devizni tečaj dvigne/spusti na zgornjo/spodnjo mejo dovoljenega razpona gibanja deviznega tečaja, mora država intervenirati na deviznem trgu in na ta način zadržati devizni tečaj v okviru dovoljenega razpona.

Če je tržni ravnotežni tečaj pod spodnjo dovoljeno mejo, bo centralna banka intervenirala na deviznem trgu z dodatnimi nakupi deviz in to v tolikšnem obsegu, da bo ubranila spodnjo dovoljeno mejo gibanja tečaja. Če pa tržni devizni tečaj naraste nad zgornjo dovoljeno mejo, bo centralna banka intervenirala na deviznem trgu na nasproten način, to je z dodatno prodajo deviz v takšnem obsegu, da vrne tečaj v dovoljene okvire.

Kot sem že omenil, je leta 1973 brettonwoodska mednarodna denarna ureditev, v kateri je bil režim deviznih tečajev blizu sistemu fiksnih deviznih tečajev, dokončno prenehala obstajati. Ob njenem razpadu ni prišlo do uvedbe druge skrajnosti v sistemih deviznega tečaja, to je do uvedbe fleksibilnega deviznega sistema, temveč do uvedbe hibridnega sistema. Hibridni sistem je nekakšna kombinacija obeh in skuša izrabiti predvsem pozitivne lastnosti obeh sistemov deviznega tečaja. Države namreč niso bile pripravljene sprejeti nekaterih potencialno negativnih posledic delovanja sistema fleksibilnega deviznega tečaja, zlasti možnosti velikih nihanj deviznega tečaja in se torej niso bile pripravljene odpovedati možnosti svojega interveniranja na deviznem trgu in s tem vplivanja na devizni tečaj. Ocenjeno je namreč bilo, da je devizni tečaj tako pomemben instrument ekonomske politike, da se vplivanju nanj nosilci ekonomske politike niso pripravljali povsem odpovedati.

Za hibridni sistem deviznega tečaja je značilno, da pristojni državni organi ne opredelijo niti uradnega tečaja svoje valute niti razpona v okviru katerega se devizni tečaj lahko giblje. To torej pomeni, da država eksplicitno ne navede, ali, kdaj in v kolikšnem obsegu bo intervenirala na deviznem trgu.

3.4.1 RAZLOGI ZA INTERVENIRANJE DRŽAVE NA DEVIZNEM TRGU

Devizni tečaj je ena najpomembnejših cen v državi, saj povezuje domače gospodarstvo z gospodarstvi vseh drugih držav. Kot takšen ima seveda velik vpliv na konkurenčnost države v mednarodnem poslovanju.

Razloge za intervencijo države na deviznem trgu se lahko v osnovi razdeli na tri večje skupine: (Mrak, 2002, str. 70).

- zmanjševanje oscilacij v gibanju deviznega tečaja
- vzpostavljanje implicitne meje gibanja deviznega tečaja
- odzivanje na izredne razmere

Izkušnje kažejo, da kakršnikoli že so razlogi za intervencije centralne banke na deviznem trgu, te intervencije običajno nimajo dolgoročnega vpliva na spreminjanje deviznega tečaja. To z drugimi besedami pomeni, da je oblikovanje in spreminjanje deviznih tečajev v prvi vrsti odvisno od tržnih sil, to je od ponudbe in povpraševanja po devizah, medtem ko intervencije centralne banke lahko na te sile vplivajo le kratkoročno.

Centralna banka lahko intervenira neposredno na deviznem trgu ali pa intervenira z aktivnostmi, ki na posreden način vplivajo na ponudbo in povpraševanje po devizah in torej posledično tudi na devizni tečaj. Glavni indirektni obliki posredovanja sta monetarna in fiskalna politika.

Iz vsega povedanega je razvidno, da na devizni tečaj vpliva mnogo faktorjev in da je vsaj kratkoročno praktično nemogoče napovedati prihodnje gibanje deviznega tečaja. Ravno zaradi tega so se v zadnjih desetletjih pojavili novi instrumenti in možnosti zavarovanja pred tečajnimi tveganji.

4 TEČAJNA TVEGANJA

4.1 Opredelitev

Tečajno tveganje je možnost spremembe vrednosti premoženja, ki izhaja iz gibanja deviznega tečaja. Tveganje, ki nastane v spremembi cene med sklenitvijo posla in plačilom, se imenuje tečajno oziroma valutno tveganje.

»Valutno tveganje predstavlja možna nihanja deviznega tečaja določene valute okrog njegove pričakovane vrednosti, merimo pa ga s standardnim odklonom.« (Prohaska, 1999). Večji kot je standardni odklon, toliko manjša je možnost predvidevanja prihodnjih deviznih tečajev in večje je tečajno tveganje za podjetje.

Vsako podjetje, ki ima premoženje v različnih državah, je občutljivo na spremembe deviznih tečajev, kajti te spremembe se nujno odražajo v njegovem rezultatu poslovanja. Za mednarodno podjetje pomeni vsaka sprememba deviznega tečaja določeno tveganje, kadar ima podjetje terjatve in obveznosti izražene v tuji valuti ali posluje s tujimi valutami. Donosnost se veže na spremembe valutnih tečajev v primerjavi z domačo valuto. Devizno tečajno tveganje je pravzaprav verjetnost oziroma možnost, da bo podjetje zaradi spremembe tečaja nekaj pridobilo ali izgubilo. Z občutljivostjo podjetja na spremembe deviznega tečaja se meri njegova devizna izpostavljenost, ki jo lahko označimo tudi kot čisti učinek

spmembe deviznega tečaja na izkaz uspeha in na bilanco stanja. Zato je še kako pomembno, da podjetje zna oceniti izgube, ki jih lahko prinesejo spremembe tečajev in le-te primerjati s stroški za zavarovanje pred temi izgubami.

4.2 Vrste tečajnih tveganj

Večina avtorjev ne obravnava tečajnega tveganja kot celoto, ampak ga delijo na tri vrste časovne izpostavljenosti:

- Preteklost – prevedbena izpostavljenost
- Sedanjost – transakcijsko tveganje
- Prihodnost – ekonomsko tveganje

4.2.1 TRANSAKCIJSKO TVEGANJE

Predstavlja potencialno spremembo vrednosti neplačanih obveznosti in terjatev, ki jih prevzamemo in za katere obstaja nevarnost, da bodo poravnane šele po spremembi deviznega tečaja in tako povzročijo oslabitev ali okrepitev dolgov in sredstev podjetja.

Transakcijska izpostavljenost zajema dividende, obresti, plačila najemnin, plačila blaga in amortizacijo tujih dolgov. Na to vrsto tveganja so občutljiva vsa podjetja, ki so vključena v mednarodno trgovino, ne glede na njihovo velikost.

Transakcijska izpostavljenost lahko nastane zaradi: (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 156).

- Nakupa in prodaje blaga ter storitev na kredit, če so cene izražene v tuji valuti
- Posojanje ali izposoja sredstev, ko je izplačilo izvedeno v tuji valuti
- Če si udeleženec neizvedene nestandardizirane terminske pogodbe
- Če so kako drugače pridobljena sredstva ali izpostavljene obveznosti denominirane v tuji valuti

Praktičen primer transakcijske izpostavljenosti je prikazan v šestem poglavju, kjer sem analiziral ravno to obliko tečajnega tveganja na konkretnem primeru za podjetje Kovinoplastika Lož d.d.

4.2.2 EKONOMSKO TVEGANJE

Ekonomsko tveganje se nanaša na spremembe v bodočem denarnem toku, ki izhajajo iz gibanja tečajev in lahko vplivajo oziroma spremenijo bodoči obseg prodaje, cene ali stroške. Ekonomska izpostavljenost torej izhaja iz posrednih učinkov tečajnih sprememb na stroške in prihodke iz mednarodne menjave oziroma tujih poslov. Cene blaga in storitev na mednarodnem trgu so podvržene spremembam deviznih tečajev. Spremembe deviznih tečajev ne vplivajo samo na podjetja, ki so neposredno udeležena v mednarodni menjavi, ampak posredno vplivajo tudi na tista podjetja, ki kupujejo, proizvajajo in prodajajo izključno na

domačih trgov, kajti uvoženi izdelki so lahko zaradi tečajnih sprememb bolj ali manj konkurenčni.

4.2.3 PREVEDBENO TVEGANJE

To je računovodska ali bilančna izpostavljenost, ki se nanaša na spremembe v vrednotenju sredstev in obveznosti (aktiva in pasiva). Glede na to, da je vlaganje kapitala v tujino strateška odločitev za podjetje, mora le-to periodično spremljati spremembe valutnega tečaja, prav tako pa mora biti že od samega začetka financiranja poslov v projekt vgrajen varovalni mehanizem (primerna struktura kapitala, način dolgoročnega financiranja v lokalni ali tuji valuti). S prevedbenim tveganjem se sooča vsako podjetje, ki se v svojem poslovanju sreča z valuto osnovnega ekonomskega okolja v katerem posluje podružnica, pri čemer se le-ta razlikuje od valute države, v kateri se podružnica nahaja.

5 ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIMI TVEGANJI

V sedemdesetih in osemdesetih letih je prišlo do večjega nihanja deviznih tečajev in obrestnih mer. Prehod mednarodnega monetarnega sistema na sistem drsečih tečajev je pomenil začetek večje negotovosti v poslovnem odločanju, hkrati pa je povzročil razvoj novih instrumentov deviznega poslovanja. Gre za tako imenovane izvedene finančne instrumente (Veselinovič, 1991, str. 19).

Izvedene finančne oblike so v svojem bistvu terminski posli. Osnovna razlika med promptnimi in terminskimi posli je v tem, da pri promptnih poslih pride do izvršitve dogovorjenega posla najkasneje v dveh delovnih dneh po sklenitvi, medtem ko je pri terminskih poslih izvršitev odložena za več dni, tednov, mesecev ali let (Veselinovič, 1991, str. 19).

To poglavje je namenjeno opisu možnosti zavarovanja pred tečajnimi tveganji z notranjimi in zunanjimi tehnikami. Za notranje tehnike zavarovanja je značilno, da jih podjetja lahko uporabijo v okviru svoje finančne funkcije. Pri zunanjih tehnikah zavarovanja pa morajo podjetja preko posrednikov uporabiti izvedene finančne instrumente na finančnem trgu.

5.1 NOTRANJE TEHNIKE ZAVAROVANJA PRED TEČAJNIM TVEGANJEM

Značilnost notranjih metod je v tem, da so na voljo podjetjem kot del finančne funkcije, ali v okviru povezanih podjetij, za katera obvladujejo izpostavljenosti.

Med notranje tehnike zavarovanja pred tečajnim tveganjem sodijo uravnoteženje, pospeševanje in upočasnjevanje plačil, politika cen in medpodjetniški obračun.

5.1.1 URAVNOTEŽENJE (Matching)

Pri tej tehniki gre za iskanje ravnotežja med prilivi in odlivi po posameznih valutah, s katerimi podjetje posluje. To pomeni, da podjetje, ki prodaja blago na evropski trg v evrih, skuša doseči podoben odliv v evrih kot je priliv. To lahko doseže tako, da bo iskalo takšne dobavitelje, ki bodo prodajali blago v evrih. Druga možnost za uravnoteženje odlivov s prilivi je zadolževanje na denarnem trgu v evrih. Pri večjih podjetjih pa pride v poštev tudi tretja možnost, ki jo predstavlja izdaja vrednostnih papirjev nominiranih v evrih.

5.1.2 POSPEŠEVANJE »leading« IN UPOČASNJEVANJE »lagging« PLAČIL

Ti dve metodi se uporabljata, kadar želi podjetje izkoristiti vedenje o pričakovanih gibanjih deviznih tečajev. Pospeševati je potrebno plačila obveznosti v valutah, za katere pričakujemo, da bo njihova vrednost narasla in upočasnjevati plačila obveznosti v valutah za katere pričakujemo, da bo njihova vrednost padla.

Pri tej tehniki gre torej predvsem za proces časovnega usklajevanja prilivov in odlivov podjetja. Pospeševanje pomeni predčasno plačevanje obveznosti, upočasnjevanje pa je namerno zamujanje s plačili. Takšna tehnika se pogosto uporablja v multinacionalnih družbah z medsebojno odvisnimi podjetji. Podjetje v skupini z začasnim presežkom likvidnih sredstev bo sestrskemu podjetju z likvidnostnimi težavami namesto kratkoročnega financiranja omogočilo, da zamuja s plačili do njega ali pa bo predčasno poravnalo svoje obveznosti do sestrskega podjetja. Pri nepovezanih podjetjih je uporaba takšne tehnike vprašljiva, saj je uporaba tehnike v korist enega podjetja neposredno v škodo drugemu.

S takšno tehniko je v praksi smiselno lovljenje predvsem kratkoročnih tečajnih razlik. Če podjetje opazi dviganje deviznega tečaja, bo pohitelo s plačilom svojih obveznosti do tujine. Obratno bo v primeru padanja tečajev skušalo namerno zamujati s plačili, vendar se tu pojavlja vprašanje zamudnih obresti, ki povečujejo stroške financiranja s strani dobaviteljev.

5.1.3 POLITIKA CEN »pricing«

Predstavlja najenostavnejši način zavarovanja pred tečajnim tveganjem. Podjetje enostavno posluje v svoji valuti in sploh ni izpostavljeno tveganju, da bi tečaj porasel ali padel. Na ta način podjetje prevali tveganje na svojega trgovinskega partnerja, poleg tega se izogne transakcijskim stroškom zamenjave med valutami. Takšna strategija je primerna za podjetje z močno pogajalsko pozicijo na trgu.

Druga možnost ki sodi v to tehniko, je fakturiranje izvoza v močnih valutah in plačevanje svojih obveznosti do tujih dobaviteljev v šibkih valutah. Tretja možnost ki obstaja, je dogovor s trgovinskim partnerjem o fakturiranju v nevtralni valuti, pri tem pa mora podjetje izbrati valuto, ki je na mednarodnem denarnem trgu čim bolj stabilna. Le na ta način zmanjša svojo izpostavljenost tečajnemu tveganju.

5.1.4 MEDPODJETNIŠKI OBRAČUN »netting«

Ta pristop temelji na multilateralnemu obračunu terjatev in obveznosti med podjetjem in njegovimi podjetji v tujini. Bilateralni obračun pomeni poravnavo terjatev in obveznosti med podjetji, pri čemer se vzpostavi nova terjatev in obveznost kot neto razlika. Multilateralne obračune uporabljajo predvsem multinacionalne družbe, ki plačila znotraj sistema izvajajo preko skupnega, posebej opremljenega središča za fakturiranje.

5.2 ZUNANJE TEHNIKE ZAVAROVANJA PRED TEČAJNIM TVEGANJEM

Zunanje tehnike zavarovanja pred tečajnimi tveganji imajo to značilnost, da njihova izvedba zahteva sodelovanje podjetij zunaj matičnega podjetja, čeprav je možno sklepati terminske pogodbe tudi v okviru povezanih podjetij. Finančni sistem pa preko posrednikov in preko trga omogoča nakup instrumentov ali sklenitev dogovorov s katerimi se podjetja lahko zavarujejo pred tveganji.

5.2.1 NESTANDARDIZIRANE TERMSKE POGODBE

Ta oblika zavarovanja je prevladujoča oblika zavarovanja valutnih tveganj. Valutni terminski posel je dogovor med komitentom in banko o nakupu oziroma prodaji dogovorjenega zneska v dogovorjeni valuti (osnovna valuta) za dogovorjeno protivrednost v drugi valuti (nasprotna oz. kotirajoča valuta) po fiksnem terminskem tečaju, določenem v času sklenitve posla in z dejansko poravnavo dogovorjenega zneska na pogodbeno določen dan v prihodnosti (dan zapadlosti), ki je več kot dva delovna dneva od sklenitve posla.

Nestandardizirana terminska valutna pogodba (forward) je definirana kot nakup ali prodaja valute danes po znanem tečaju z rokom izvršitve, ki je daljši od dveh delovnih dni. Običajno so ti roki 3 – 7 dni, 1, 2, 3, 6, 9 in 12 mesecev ter 2, 3 in 5 let. Terminski tečaj, ki se določi ob sklenitvi terminskega posla izhaja iz teorije paritet obrestnih mer. Za valuto, ki je terminsko dražja (kot promptno), pravimo da je v premiji, terminsko cenajša valuta pa je v diskontu. V diskontu je torej tista valuta, za katero velja na trgu višja nominalna obrestna mera (Veselinovič, 2003, str. 20).

»Uporabljajo se za zavarovanje pred tečajnim tveganjem, ker je devizni tečaj valute za posel, ki bo izvršen v prihodnosti že znan.« (Veselinovič, 2003, str.39).

Banke terminski tečaj izračunajo na podlagi razlik v obrestnih merah kotirajoče in osnovne valute ter promptnega (trenutnega) tečaja obeh valut na trgu. Razlika med obrestnima merama obeh valut je lahko pozitivna ali negativna. Terminski tečaj je zato lahko višji od promptnega, če je razlika med obrestnima merama pozitivna in nižji od promptnega, če je razlika v obrestnih merah negativna.

S sklenitvijo terminskega posla se podjetje zavaruje pred neugodnimi gibanji deviznih tečajev v prihodnosti. Vendar pa s sklenitvijo terminskega v primeru ugodnega gibanja tečajev tudi ne bo imelo prihodkov od pozitivnih tečajnih razlik.

$$\text{FORWARD} = \text{SPOT} * ((\text{OMB} - \text{OMA}) * \text{SPOT} * \text{število dni do zapadlosti}) / 36000$$

Forward = terminski tečaj

Spot = promptni tečaj

OMB = obrestna mera kotirajoče valute

OMA = obrestna mera osnovne valute

Osnovna valuta je tista, katere znesek je fiksiran na eno ali sto enot (USD, EUR v razmerju proti SIT). Kotirajoča valuta pa je tista, ki se spreminja nasproti fiksno določenemu znesku drugih valut (npr. SIT v razmerju EUR, USD). Iz zgornje formule se lahko izpelje tabela za strošek zavarovanja posameznega terminskega posla.

Tabela 2: Strošek terminskega posla

Razlika v obrestnih merah	FORWARD 45	FORWARD 60	FORWARD 90	FORWARD 120
-10	-1,25	-1,67	-2,5	-3,33
-9	-1,125	-1,50	-2,25	-3
-8	-1	-1,33	-2	-2,67
-7	-0,875	-1,17	-1,75	-2,33
-6	-0,75	-1,00	-1,5	-2
-5	-0,625	-0,83	-1,25	-1,67
-4	-0,5	-0,67	-1	-1,33
-3	-0,375	-0,50	-0,75	-1
-2	-0,25	-0,33	-0,5	-0,67
-1	-0,125	-0,17	-0,25	-0,33
0	0	0,00	0	0
1	0,125	0,17	0,25	0,33
2	0,25	0,33	0,5	0,67
3	0,375	0,50	0,75	1
4	0,5	0,67	1	1,33
5	0,625	0,83	1,25	1,67
6	0,75	1,00	1,5	2
7	0,875	1,17	1,75	2,33
8	1	1,33	2	2,67
9	1,125	1,50	2,25	3
10	1,25	1,67	2,5	3,33

Vir: Lastni izračuni.

Na podlagi zgornje tabele lahko predvidimo strošek terminskih poslov. Npr: obrestna mera v Srbiji in Črni Gori je trenutno 8%, obrestna mera Evropske centralne banke pa 3%. Razlika je 5% in iz zgornje tabele je razvidno, da bi bil strošek terminskega zavarovanja pri terminskem zavarovanju za 90 dni vnaprej »forward 90« približno 1,25% vrednosti posla. Poleg neposrednega stroška zavarovanja pa se pri taki vrsti posla pojavi še oportunitetni strošek, ker pri terminskih poslih ob sklenitvi posla večina bank zahteva polog v vrednosti 10 % posla.

5.2.2 OUTRIGHT IN VMESNI ROKI

Če se posle zaključi zunaj standardnih rokov npr. po 6 mesecih in 15 dneh, se transakcija imenuje »broken date« ali vmesni rok. Izračun izhaja iz osnovne formule, čeprav se razlikuje od osnovne formule v tem, da se vzameta dva swap tečaja med katerima je vmesni rok, nato pa se ekstrapolira razlika v dnevih za razliko v tečajih.

Outright posli so tisti, pri katerih želimo poudariti, da gre za sklenitev terminske pogodbe, ki hkrati ne bo del klasičnega deviznega swap posla ali devizne arbitraže. Torej gre za nestandarizirano terminsko pogodbo, s točno določenim datumom izvršitve v prihodnosti, ki je lahko tudi vmesni rok in ki ni del klasičnega deviznega swapa (Veselinovič, 2003, str. 45)

5.2.3 STANDARIZIRANE TERMSKE POGODBE

Vsebina standariziranih terminskih pogodb je podobna kot pri nestandariziranih terminskih pogodbah. Razlike so v valuti zneska, ki dospe štirikrat na leto in to vsako tretjo sredo v tretjem mesecu, v stroških posla in v dejstvu, da se s standardiziranimi terminskimi pogodbami trguje le preko posebnih borz, ne pa tudi v neposrednih kontaktih preko bank. Standardizirane terminske pogodbe se uporabljajo predvsem v špekulativne namene.

Ta instrument se zelo redko uporablja kot instrument zavarovanja podjetij pred tečajnimi tveganji. Razlog je preprosto v tem, da je instrument zelo rigid in torej neprilagodljiv konkretnim potrebam posameznega podjetja. V kontekstu zavarovanja pred tečajnimi tveganji je instrument torej zanimiv predvsem za tiste subjekte, ki imajo stabilen in kontinuiran priliv oziroma odliv tistih valut, s katerimi se trguje na trgu standardiziranih terminskih pogodb. Bistveno bolj pa je instrument zanimiv za arbitražo med enostavno terminsko pogodbo in standarizirano terminsko pogodbo (Mrak, 2002, str. 134).

5.2.4 TERMSKA ZAMENJAVA (SWAP)

Terminska transakcija je transakcija, pri kateri gre za sočasen nakup in prodajo določene količine tuje valute na vseh segmentih deviznega trga z različnima dnevnoma valutacije. Vsaka terminska zamenjava, čeprav je formalnopravno izvedena v okviru ene pogodbe, je dejansko sestavljena iz sočasne izvedbe dveh transakcij.

Valutna zamenjava je zavezujoč dogovor med banko in komitentom o promptnem nakupu ali prodaji določenega zneska določene valute ob hkratni terminski prodaji ali nakupu istega zneska iste valute. Valutna zamenjava je kombinacija promptnega in terminskega posla, ko je terminski posel po znesku enak, vendar ravno obratnosmeren promptnemu poslu. Lahko gre tudi za kombinacijo dveh terminskih poslov, pri čemer imata oba sklenjena obratnosmerena terminska posla različna datuma zapadlosti.

Ob sklenitvi posla banka kotira promptni tečaj ter nakupne ali prodajne točke razpona (swap točke), s pomočjo katerih določi terminski tečaj. Razlika med promptnim in terminskim

tečajem pomeni razliko v obrestnih merah pogodbenih valut za pogodbeno časovno obdobje. Valutna zamenjava pomeni dejansko poravnavo osnovne valute tako na dan zapadlosti promptne, kot tudi na dan zapadlosti terminske transakcije. Valutno zamenjavo se uporablja predvsem za uravnavanje tolarske in devizne likvidnosti in za prilagajanje zapadlosti že sklenjenih valutnih terminskih poslov.

Valutne zamenjave so ob promptnih deviznih transakcijah daleč najbolj pomembna oblika transakcij na mednarodnem deviznem trgu. Leta 1995 so bile na primer udeležene s kar 48 odstotki v celotni strukturi transakcij, opravljenih na tem trgu, podobno visok delež pa so zadržale tudi v naslednjih letih. To je mogoče razložiti z dejstvom, da gredo banke v svojem poslovanju na terminskem trgu zelo redko v enostavne terminske transakcije; v veliki večini primerov jih kombinirajo s sočasnimi transakcijami na promptnem deviznem trgu. Terminske zamenjave omogočajo prav sočasno kombinacijo dveh takšnih poslov (Mrak, 2002, str. 129).

5.2.5 VALUTNA OPCIJA

Ob vseh prednostih, ki jih imata za kupce enostavna terminska pogodba in standardizirana terminska pogodba, pa imata oba finančna instrumenta tudi eno veliko skupno slabost. Oba sicer kupcem omogočata zavarovanje pred neugodnimi spremembami deviznega tečaja, vendar pa oba kupcu tudi preprečujeta, da bi izkoristil možnost ustvarjanja dobička, do katere prihaja v primeru zanj ugodnih sprememb v deviznem tečaju. Valutna opcija je instrument, ki omogoča ekonomskim subjektom prav slednje.

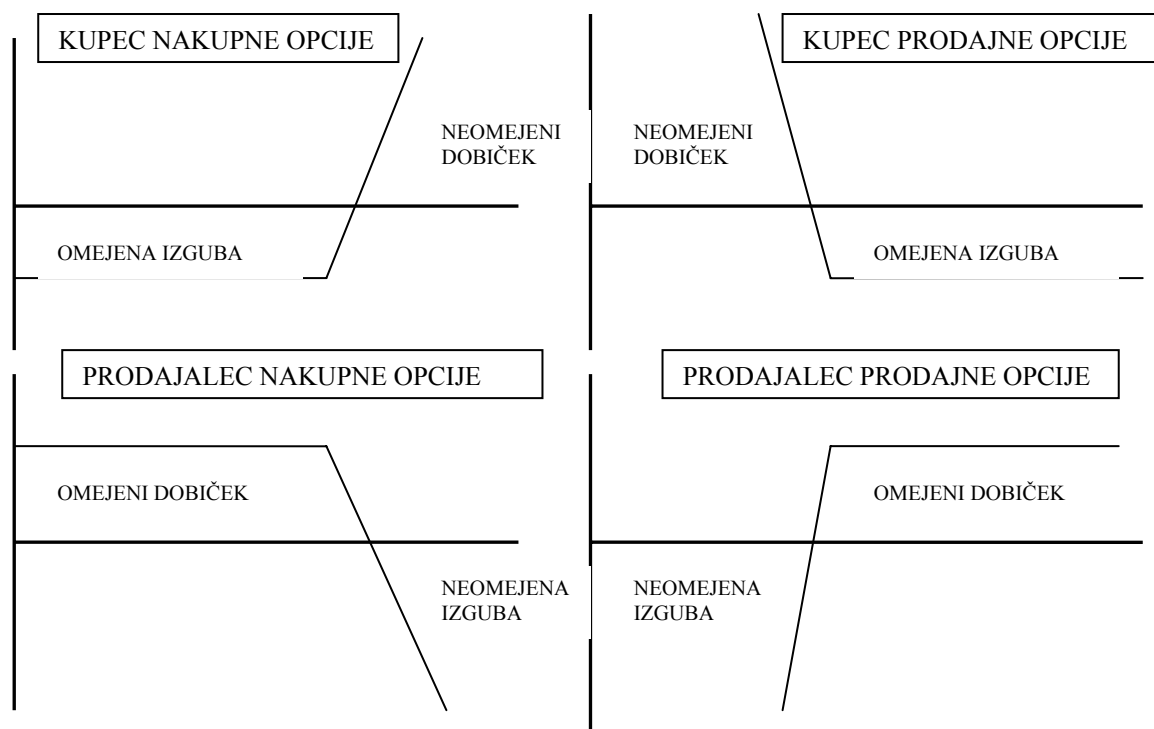
Opcija je pogodba, ki daje lastniku pravico, da kupi ali proda v pogodbi določeno valuto po vnaprej določenem izpolnitvenem tečaju na dogovorjeni dan. Imetnik opcije ima pravico, ki pa hkrati ni obveznost, da izkoristi to opcijo. Če je na dan zapadlosti za imetnika opcije dobičkonosno da jo izkoristi, bo storil tako, v nasprotnem primeru jo bo zavrgel in pustil neizkoriščeno. Opcije se razlikujejo od terminskih poslov, pri katerih sprejmemo obveznost, da bomo izvedli transakcijo po vnaprej dogovorjenem tečaju, čeprav so dogajanja na tržišču drugačna od pričakovanih in obveznosti iz terminskega posla najraje ne bi izpolnili.

Nakupna opcija daje imetniku pravico in ne obveznost nakupa dogovorjenega zneska tuje valute po vnaprej dogovorjenem izpolnitvenem tečaju na dan zapadlosti. Prodajna opcija pa daje imetniku pravico in ne obveznost prodati dogovorjeni znesek valute po vnaprej določenem izpolnitvenem tečaju na dan zapadlosti opcije. Premija je cena valutne opcije, ki jo je potrebno plačati prodajalcu opcije, saj se izpostavlja tveganju. Novi lastnik bo opcijo namreč uporabil le, če bo to zanj ugodno. To bo hkrati neugodno za njenega prodajalca, vendar bo moral izpolniti svojo obveznost. Premija je lahko izražena v procentih za tujo valuto, ki je predmet pogodbe. Določena je v odvisnosti od promptne (terminske) cene, izpolnitvene cene opcije, roka zapadlosti, volatilnosti valutnega para in kratkoročnih obrestnih mer.

Z nakupom nakupne opcijske pogodbe torej pridobimo pravico do nakupa tuje valute na točno določen dan. Uresničimo lahko neomejeni dobiček (če je cena tuje valute neskončno narasla), vendar se izpostavljammo možnosti, da bomo utrpeli izgubo. Največ je lahko enaka premiji, ki smo jo za opcijo plačali. Če se zunanja vrednost tujega denarja zmanjša, bo lastnik nakupno opcijo preprosto zavrgel in kupil valuto po trenutnem promptnem tečaju. Partner v terminskem poslu pa bo moral kupiti valuto po vnaprej dogovorjenem terminskem tečaju, ki je manj ugoden kot trenutni promptni tečaj. Maksimalna izguba je pri nakupni opciji omejena na višino vplačane premije, potencialni dobiček pa je neomejen oziroma enak razliki med trenutnim menjalnim tečajem na dan zapadlosti in izpolnitveno ceno opcije. Podobno je tudi pri nakupu prodajne opcije.

Za ekonomski subjekt, ki se želi zavarovati pred tečajnim tveganjem, ima opcija dve pomembni kvaliteti. Prvič, njeni stroški so fiksirani in drugič, opcije ni treba realizirati. Poleg tega, da udeleženca zavaruje pred tečajnim tveganjem, mu seveda daje tudi možnost dodatnega zaslužka. Če se namreč devizni tečaj valute giblje v »pravo smer« in se promptni devizni tečaj bistveno premakne do cene izvršitve, lahko ekonomski subjekt pride do znatnega dobička. Kar se tiče potencialne izgube, ki ji je kupec opcije izpostavljen ob njenem nakupu, je le-ta fiksno omejena z ravniyo stroškov, povezanih z nakupom opcije. Ob tem seveda velja poudariti, da so ti stroški znatno višji kot stroški zavarovanja pred tečajnim tveganjem z uporabo drugih instrumentov na deviznem trgu. Prav dejstvo, da so ti stroški opcije fiksirani, potencialni dobiček od njene realizacije pa je teoretično neskončen, je ključni razlog, da je ta instrument zelo priljubljen tudi za špekuliranje na deviznem trgu.

Slika 1: Štiri osnovne možnosti uporabe opcij



Vir: Mrak, 2002, str. 141.

Iz slike je razvidno, da je v odvisnosti od gibanja promptnega tečaja:

- Kupec nakupne opcije lahko soočen z omejeno izgubo (na osnovi plačila premije, plačane za opcijo) in teoretično z neomejenim obsegom dobička.
- Prodajalec nakupne opcije lahko soočen z omejenim dobičkom (v višini prejete premije) in teoretično z neomejeno izgubo.
- Kupec prodajne opcije lahko soočen z omejeno izgubo in teoretično neomejenim dobičkom
- Prodajalec prodajne opcije lahko soočen z omejenim dobičkom in teoretično neomejeno izgubo.

6 EMU in ERM II

6.1 Zgodovinski pregled nastanka EMU

Zgodovina nastanka EMU sega v 18. april 1951, ko so Belgija, Francija, Nemčija, Italija, Luksemburg in Nizozemska podpisale Pariško pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti za premog in jeklo in s tem začele proces gospodarske integracije. Ta pogodba je veljala petdeset let in je prenehala veljati leta 2002. 25. marca 1957, je bila z Rimsko pogodbo ustanovljena Evropska gospodarska skupnost. V Rimski pogodbi je le nekaj določil v zvezi s sodelovanjem na monetarnem področju med državami članicami EGS, saj je bilo obdobje po drugi svetovni vojni zaznamovano z mednarodno monetarno stabilnostjo in prevlado ameriškega dolarja. Tečaji valut so bili vezani na ameriški dolar. Stabilnost v razmerju do ameriškega dolarja je pomenila tudi medsebojno stabilnost valut tedanjih držav članic EGS.

V naslednjem desetletju so se razmere v svetovnem gospodarstvu spremenile, saj je bila ogrožena medsebojna stabilnost valut tedanjih držav. V povezavi s tem so se začele porajati ideje o večji koordinaciji ekonomskih politik držav članic in tesnejšem sodelovanju pri monetarnih zadevah. Na zasedanju v Haagu decembra 1969, so se voditelji držav in vlad odločili, da postane oblikovanje EMU uradni cilj evropske integracije. Uradno je bil načrt predstavljen v Wernerjevem poročilu iz oktobra 1970, ki je vsebovalo načrt oblikovanja ekonomske in monetarne unije v naslednjih desetih letih. Po Wernerjevem načrtu naj bi se osnovne ekonomske in monetarne odločitve sprejemale na ravni Skupnosti. Predlagane spremembe so bile postopno fiksiranje tečajev valut, konvergenca ekonomskih politik in ustanovitev sistema centralnih bank na ravni Skupnosti.

Projekt EMU je bil začasno opuščen ob koncu sistema fiksnih deviznih tečajev avgusta 1971, ko je bila odpravljena zamenljivost ameriškega dolarja za zlato, ki je predstavljala osnovo takratne monetarne stabilnosti. Razširil se je razpon nihanja deviznih tečajev do ameriškega dolarja. S tem se je končalo obdobje fiksnih deviznih tečajev in sprožil se je val nestabilnosti tečajev valut. Da bi omejili medsebojno nihanje tečajev valut tedanje šesterice, je bil aprila 1972 oblikovan poseben sistem, ki se je imenoval "kača v tunelu".

Naslednji korak, ki naj bi prenesel omejitev nihanja tečajev valut držav članic, je bilo oblikovanje Evropskega monetarnega sistema (EMS) decembra 1978 na zasedanju Evropskega sveta v Bruslju. EMS naj bi temeljil na mehanizmu deviznih tečajev – ERM, skupni evropski denarni enoti ECU in kreditnih mehanizmi. ERM je predstavljal sistem fiksnih, vendar prilagodljivih deviznih tečajev. Na zasedanju Evropskega sveta v Amsterdamu 1997 je bil vzpostavljen nov mehanizem deviznih tečajev (ERM II), katerega namen je bil zagotoviti stabilnost med evrom in valutami držav članic, ki še nimajo evra.

V poročilu Delorsovega odbora iz aprila 1989, ki predstavlja načrt za EMU, je predlagano, da se EMU uresniči v treh fazah. Poročilo je predlagalo vzpostavitev monetarne institucije (Evropskega sistema centralnih bank), ki bi bila odgovorna za oblikovanje in izvajanje monetarne politike in politike deviznega tečaja. Omenjeno poročilo je bilo sprejeto na zasedanju Evropskega sveta v Madridu junija 1989, kjer je bilo odločeno, da se prva faza EMU začne 1. julija 1990. Decembra 1989 je bila na zasedanju Evropskega sveta v Strasbourgu izražena zahteva po sklicu medvladne konference, ki naj bi določila spremembe pogodb, da bi bila lahko oblikovana EMU. Medvladna konferenca, ki se je začela 1990, je vodila k oblikovanju Maastrichtske pogodbe, v kateri so vsebovane odločbe o uresničevanju EMU v treh zaporednih stopnjah v skladu z natančnim časovnim načrtom. Rezultat medvladne konference je bila Pogodba o Evropski uniji (Maastrichtska pogodba), ki je oblikovanje EMU postavila kot formalni cilj. Ta pogodba določa konvergenčne kriterije, ki jih je treba izpolniti, da lahko država članica sodeluje v EMU in vsebuje določbe o uresničevanju EMU v treh zaporednih stopnjah v skladu z natančnim časovnim načrtom. Maastrichtska pogodba je začela veljati 1. novembra 1993.

V prvi fazi, ki se je začela 1. julija 1990 in je trajala do 31. decembra 1993, so bile odpravljene omejitve pri pretoku kapitala (države članice so morale zagotoviti popolno liberalizacijo kapitalskih tokov). Poudarek je bil tudi na povečani koordinaciji posameznih ekonomskih politik in tesnejšem sodelovanju med centralnimi bankami. Prav tako so morale države članice sprejeti ustrezne ukrepe, ki zahtevajo ravnanje v skladu s prepovedjo financiranja javnega sektorja s strani centralne banke ter prepovedjo privilegiranega dostopa javnega sektorja do finančnih institucij.

Druga faza EMU se je začela 1. januarja 1994 in končala 31. decembra 1998. Ustanovljen je bil Evropski monetarni institut (EMI), predhodnik Evropske centralne banke, katerega naloga je bila, da okrepi sodelovanje med nacionalnimi centralnimi bankami in koordinacijo monetarnih politik držav članic ter izpelje potrebne priprave za uvedbo nove skupne valute. Države članice so si v tej fazi morale prizadevati za izpolnitev konvergenčnih kriterijev. Treba je bilo zagotoviti neodvisnost centralnih bank. Valutna sestava košarice ECU je bila zamrznjena. Na zasedanju Evropskega sveta v Madridu decembra leta 1995 je bilo potrjeno, da se bo ime nove skupne valute glasilo evro in bo enako v vseh uradnih jezikih EU ter bo nadomestilo generični izraz ECU. Standardna kratica za evro je EUR, grafični simbol pa €. Na tem zasedanju je bilo tudi odločeno, da se zadnja faza EMU začne 1. januarja 1999.

Tretja faza EMU je bila dejanska uvedba evra. Na srečanju voditeljev držav in vlad maja 1998 v Bruslju je bila sprejeta odločitev, da je enajst držav članic izpolnilo zahtevane pogoje za uvedbo evra 1. januarja 1999. Te države so bile Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija.. Začela se je 1. januarja 1999 z uvedbo nove skupne valute evro in s prenosom pristojnosti glede vodenja monetarne politike na Evrosistem (ECB in nacionalne centralne banke držav evroobmočja). Delovati je začela nova centralna banka, tj. ECB, ki je bila sicer ustanovljena 1. junija 1998 in je prevzela naloge EMI. Po preverjanju izpolnjevanja zahtevanih konvergenčnih kriterijev za uvedbo evra je bila sprejeta odločitev, katere države članice EU bodo sodelovale v tretji fazi EMU. Tečaji njihovih valut so bili nepreklicno določeni (valute teh držav so postale podenote evra). Evro je bil v tej fazi uveden kot knjižni denar, 1. januarja 2002 pa so bili uvedeni evrobankovci in evrokovanci. Države članice EU so morale prav tako začeti upoštevati pravila koordinacije ekonomskih politik. Obdobje od 1. januarja 1999 do 31. decembra 2001 je predstavljalo prehodno obdobje, v katerem je potekal postopen prehod na evro za celotno gospodarstvo v državah evroobmočja. Glede uporabe evra v tem obdobju je veljalo načelo "brez prepovedi, brez prisile". To pomeni, da so se ekonomski subjekti v prehodnem obdobju svobodno odločali o uporabi evra. Imeli so možnost uporabljati evro, ne pa tudi obveznosti, da ga uporabljajo. Nova valuta se je začela uporabljati na finančnih trgih, javni dolg v državah evroobmočja se je prav tako glasil na evro.

Deset novih držav članic (Ciper, Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Malta, Poljska, Slovaška in Slovenija) je pristopilo k EU 1. maja 2004. V skladu z evropskimi predpisi te države niso uvedle evra hkrati s pristopom k EU, ampak ga bodo uvedle čez nekaj let, ko bodo izpolnile zahtevane pogoje za uvedbo evra.

6.2 ERM II

ERM II je mehanizem tečajnih razmerij za države EU, ki niso članice monetarne unije. ERM II je bil ustanovljen z resolucijo Evropskega sveta 16. junija 1997 in je naslednik tečajnega mehanizma ERM, ki je obstajal v obdobju od leta 1979 do leta 1997. ERM je Evropska Skupnost uvedla marca 1979, da bi zmanjšala spremenljivost tečajnih razmerij in dosegla monetarno stabilnost, potrebno za uvedbo skupne valute. V okviru ERM je bilo omejeno nihanje med tečaji sodelujočih valut držav članic, in sicer je lahko medsebojno nihanje tečajev valut odstopalo največ za $\pm 2,25$ odstotka od bilateralnega tečaj (razen Italije, ki je imela ± 6 odstotkov). V ERM so bile vključene valute vseh tedanjih držav članic, razen Velike Britanije. Leta 1993 je bil razpon nihanja razširjen na ± 15 odstotkov.

Osnovna dejavnika v ERM II, ki ju država članica določi v pogajanjih z Evropsko komisijo, Evropsko centralno banko in predstavniki evro sistema, sta centralni tečaj in razpon nihanja okoli njega. Centralni tečaj je fiksno razmerje med valuto države, ki sodeluje v ERM II in evrom. Znotraj ERM II so ob obstoju centralnega tečaja možni različni tečajni režimi. Centralni tečaj predstavlja osnovo, s pomočjo katere se meri izpolnjevanje maastrichtskega kriterija stabilnosti tečaja. Njegova dolgoročna vzdržnost je prepuščena delovanju finančnih

trgov, vsakodnevni tržni tečaji pa s svojimi odmiki od centralnega tečaja kažejo tržno oceno te vzdržnosti. Vstopni centralni tečaj po izteku najmanj dveletnega obdobja zato ni nujno enak izstopnemu tečaju ob prevzemu evra. Pasovi nihanja v ERM II so določeni v razponu $\pm 15\%$ okoli centralne paritete. Izjemoma je možen tudi dogovor o ožjem razponu nihanja. Odločitev o vstopu v ERM II je prepuščena državi članici, članstvo pa pomeni vezavo domače valute na evro z namenom, da se državo pripravi za polnopravno članstvo v EMU. Eden od pogojev, ki jih mora država članica izpolnjevati pred vstopom v monetarno unijo je, da je menjalno razmerje med evrom in krajevno valuto stabilno vsaj dve leti pred vstopom.

Od začetka leta 1999 je v ERM II vključena danska krona. Slovenski tolar, estonska krona in litovski litas so bili vključeni v mehanizem deviznih tečajev ERM II 27. junija 2004. Določeni so bili centralni tečaji, ki so veljali od 28. junija 2004. Kasneje so bili v ERM II sprejeti še ciprski funt, latvijski litas in malteška lira, ter slovaška krona. Češka, Madžarska, Poljska, Švedska in Velika Britanija za zdaj svojih valut niso vključile v mehanizem ERM II.

6.3 Slovensko vključevanje v EMU

Slovenija je bila vključena v mehanizem deviznih tečajev ERM II 27.6.2004. V dogovoru s pristojnimi evropskimi institucijami je bil določen centralni tečaj, ki znaša 239,640 SIT za 1 EUR. Tečaj lahko okrog centralne paritete niha v dogovorjenih mejah, ki znašajo $\pm 15\%$. Centralni tečaj med tolarjem in evrom je bil določen s pogajanjem in na podlagi skupnih pogledov o dolgoročno vzdržni vrednosti tolarja s strani Banke Slovenije, Vlade RS, Evropske centralne banke, ministrov za finance držav evro sistema in finančnih ministrov ter guvernerjev centralnih bank držav članic, ki sodelujejo v ERM II. Pri pogajanjih je sodelovala tudi Evropska komisija.

Vstop v ERM II pomeni pripravo in je pogoj za prevzem evra, ki ga Banka Slovenije in Vlada RS načrtujeta v začetku leta 2007. Z zmanjševanjem avtonomnosti denarne politike predstavlja sodelovanje v ERM II tudi preizkus sposobnosti prilagodljivega delovanja fiskalne politike oziroma okvir, v katerem morata fiskalna in dohodkovna politika zagotavljati makroekonomsko in cenovno stabilnost. Podpirati ju morajo tudi dolgoročne strukturne politike. Oblikovanje obrestnih mer za tolarske instrumente je v ERM II podrejeno zagotavljanju stabilnosti tečaja. Za oceno stabilnosti je pomembno, da so nihanja tečaja v širokem pasu izjema in da centralna banka ne intervenira prepogosto v obrambo centralnega tečaja. V primeru ko bi tečaj presegel zgornjo ali spodnjo mejo dogovorjenega nihanja, je zagotovljena pomoč Evropske centralne banke v obliki tečajne intervencije. Obseg intervencije je praviloma neomejen, če ne ogroža cenovne stabilnosti države članice ERM II, ali cenovne stabilnosti evro območja.

Pomembna omejitev pri izpolnjevanju maastrichtskega kriterija se nanaša na prepoved devalvacije centralne paritete valute države na njeno lastno pobudo, saj bi s tem država pridobivala konkurenčno prednost. V primeru devalvacije centralnega tečaja pa bi se štetje minimalnega dveletnega obdobja sodelovanja v ERM II začelo znova.

Centralni tečaj, ki je bil postavljen ob vstopu v ERM II, ne bo nujno tudi razmerje, po katerem se bodo ob vstopu v EMU tolarji preračunali v evre. Ker se bo tečaj tolarja še naprej oblikoval tržno, je sodelovanje v ERM II zato tudi proces potrditve pravilnosti postavljenega centralnega tečaja. V Sloveniji je čimprejšnji prevzem evra skupni cilj Banke Slovenije in Vlade RS. V skupnem Programu vstopa v ERM II in prevzema evra sta Banka Slovenije in Vlada RS tudi opredelili naloge makroekonomskih politik po vstopu Slovenije v ERM II. Glede na relativno zgodnji vstop po pridobitvi članstva v EU lahko pričakujemo prevzem evra v začetku leta 2007, če bo Slovenija ob konvergenčni oceni izpolnila predpisane maastrichtske kriterije.

6.4 Izpolnjevanje Maastrichtskih konvergenčnih kriterijev

V protokolu o konvergenčnih merilih iz Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti, člen 109j, so določena štiri merila in ustrezna obdobja, v katerih se morajo spoštovati.

Merilo stabilnosti cen pomeni, da ima država članica trajno stabilne cene in povprečno stopnjo inflacije, zabeleženo v obdobju enega leta pred konvergenčno oceno, ki ne presega 1,5-odstotne točke stopnje inflacije v treh državah članicah z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen.

Merilo proračunskega stanja pomeni, da v času pregleda država članica ni predmet odločbe Sveta o obstoju čezmernega primanjkljaja oziroma, da proračunski primanjkljaj ne presega treh odstotkov BDP. Ob tem mora biti javni dolg članice manjši od 60 odstotkov BDP.

Merilo sodelovanja v mehanizmu deviznega tečaja evropskega monetarnega sistema pomeni, da je država članica vsaj zadnji dve leti pred pregledom brez večjih napetosti upoštevala normalne meje nihanja, predvidene z mehanizmom deviznega tečaja evropskega monetarnega sistema.

Merilo konvergence obrestnih mer pomeni, da ima država članica v obdobju enega leta pred pregledom povprečno dolgoročno nominalno obrestno mero, ki ne presega več kot dve odstotni točki dolgoročne obrestne mere v največ treh državah članicah z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen. Obrestne mere se izračunajo na podlagi dolgoročnih državnih obveznic ali primerljivih vrednostnih papirjev.

2.3.2006 je Slovenija zaprosila Evropsko Komisijo in ECB za pripravo predhodnega konvergenčnega poročila za Slovenijo. Podobno so storili tudi v Litvi 16.3.2006. Državi sta bili v ERM II od 28.6.2004, Evropska komisija pa je poročilo pripravila 16.5.2006. Poročilo bo predstavljalo osnovo predsednikom držav in vlad, ki bodo jeseni 2006 na zasedanju Evropskega sveta dokončno odločali o t.i. odpravi derogacije na področju tečajne ureditve ter določili končno menjalno razmerje med evrom in nacionalnimi valutami. Omenjen sklep bo omogočil, da bo Slovenija tudi formalno prevzela evro in s tem vstopila v evroobmočje v začetku leta 2007.

7 VSTOP V EMU IN TEČAJNA TVEGANJA

7.1 POSLEDICE VSTOPA V EMU NA TEČAJNA TVEGANJA

Obravnava prednosti in slabosti vstopa v monetarno unijo se ponavadi začne s teoretičnimi argumenti, ki izhajajo iz OCA teorije. Začetnika te teorije sta Mundell (1961) in McKinnon (1963). Koncentrirala sta se predvsem na asimetrične šoke, ki prizadenejo dve državi članici monetarne unije. Možnosti blaženja takih šokov so v premiku produkcijskih faktorjev (delo, kapital) med državami, uporabi fiskalnih transferjev za pomoč prizadeti državi ali pa v menjavi deviznega tečaja med državama.

Skupna valuta za politične unije je smiselna, če je tveganje asimetričnih šokov majhno in če obstaja factorska mobilnost ter možnost fiskalnih transferjev. Ker je napovedovanje asimetričnih šokov praktično nemogoče, je zato factorska mobilnost in možnost fiskalne redistribucije nujna za smiselnost skupne valute. Originalna OCA teorija je odražala povojno svetovno ekonomsko realnost, kjer je bila monetarna in fiskalna politika usmerjena k nižanju brezposelnosti ne pa k borbi proti inflaciji. Kasneje je v svetovni ureditvi prišlo do velikih sprememb. Večina valut je postala konvertibilnih, liberalizacija mednarodne menjave je napredovala, globalni finančni trgi so postali integrirani in posledica vsega je bila, da je nemobilnost mednarodnih faktorjev, kar je bila predpostavka Mundellovega modela, izginila. Nastala je modificirana OCA teorija, v kateri je Mundell odkrito demonstriral prednosti skupne valute za politične unije, s čimer je postavil temeljni kamen za EMU.

- *Prednosti za nove članice EMU so večje:*
 - Večja kot je bilateralna menjava z evroobmočjem
 - Manjša kot je država relativno glede na evroobmočje
 - Večji kot je delež evra v košarici valut za izračun efektivnih menjalnih razmerij
 - Večja kot je pridobitev na kredibilnosti pri vstopu v evroobmočje
- *Stroški za nove članice EMU so večje:*
 - Bolj kot je asimetričen poslovni cikel v primerjavi z evroobmočjem
 - Večja kot je razlika v strukturi menjave
 - Večji kot je trend za premike realnega deviznega tečaja
 - Večja kot je deviacija deviznega tečaja od PPP

Glede na zgoraj naštet faktorje bo po nedavni raziskavi Slovenija med vsemi državami zajetimi v raziskavo z vstopom v EMU pridobila največ. Na drugem mestu po neto koristnosti bi bila Madžarska, obe državi pa bi bili celo pred Portugalsko, ki je bila v raziskavi zajeta za primerjavo skupaj z Grčijo, Španijo in Irsko. Neto korist bi imele od vstopa v EMU še Češka, Estonija, Slovaška, Španija in Poljska, medtem ko so neto koristi za Grčijo, Latvijo, Litvo in Irsko negativne. V raziskavi sta bili zajeti tudi Romunija in Bolgarija, ki pa imata močno negativno neto koristnost vstopa v EMU, kar kaže da še nista pripravljeni za sprejem skupne evropske valute (Schweickert, str. 16).

Vključitev v EMU je za nove članice izjemno pomemben aspekt članstva v EU. Za vseh 10 članic, to so Ciper, Češka, Estonija, Madžarska, Malta, Latvija, Litva, Poljska, Slovaška in Slovenija, je sodelovanje v EMU nujno že zaradi izpolnjevanja obveznosti iz naslova članstva v EU. Te države nimajo možnosti izbire članstva v EMU, kot to velja za Veliko Britanijo, Dansko in Švedsko. Zavrnitev članstva v EMU ob možnosti izbire pa tudi ni verjetna, saj je vseh 10 držav direktno ali indirektno čutilo vpliv ekonomske in monetarne disintegracije ob razpadu USSR, Jugoslavije in Čehoslovaške in se zavedajo prednosti vstopa v evro območje. Potencialne prednosti članstva v EMU so predvsem zmanjšanje transakcijskih stroškov, zmanjšanje tečajnega tveganja, zmanjšanje obrestnih mer in večja integracija investicij in menjave znotraj EU (Nuti, str. 3).

Pri analiziranju vpliva vstopa EMU na tečajna tveganja pa je potrebno gledati iz dveh vidikov. Mikroekonomsko vprašanje je, kako tečajna tveganja vplivajo na podjetja, makroekonomsko pa, kako EMU vpliva na negotovost.

➤ *Mikroekonomske prednosti:*

- nižje tečajno tveganje, kar vodi do povečanih investicij.
- nižji transakcijski stroški.
- glede na nepredvidljivost relacije med gibanjem tečajev in dobički podjetij je smiselno pričakovati, da je za podjetja praktično nemogoče da bi se v celoti zavarovala pred tečajnimi tveganji na primer z »hedgingom«.
- EMU bi lahko znižal negotovost, saj bo makroekonomska politika postala bolj predvidljiva.
- EMU bi lahko vodil do večje stopnje integracije trgov, naprimer do znižanja protekcionističnih ovir zaradi odprave variranja deviznih tečajev.

➤ *Mikroekonomske slabosti:*

- optimalna inflacija in seignorage ne moreta biti več določena na nacionalni ravni.

➤ *Makroekonomske prednosti:*

- nižja in bolj stabilna inflacija.

➤ *Makroekonomske slabosti:*

- izguba monetarne politike lahko vodi do nestabilnosti pri zaposlenosti in outputu.

(Bris, Koskinen, Nilsson, str. 10).

Mikroekonomske posledice vstopa Slovenije v EMU lahko predvidevamo glede na dogodke v državah članicah EMU po prevzemu skupne evropske valute. Zanimivo je, da se je v obdobju 1998 – 2000 vrednost velikih podjetij v evroobmočju povečala za 7,9 % več glede na podjetja, ki so locirana v državah, ki niso članice EMU. Povečanje vrednosti je večje v podjetjih lociranih v državah, kjer je bila nedavno valutna kriza. Iz tega se da sklepati, da je članstvo v EMU znižalo stroške kapitala za velika evropska podjetja. Razlogi so v tem, da v poslovanju znotraj evroobmočja tečajna tveganja ne obstajajo več. Največ so v tem obdobju

pridobila velika podjetja znotraj EMU, podjetja v državah z šibkimi valutami in podjetja izpostavljena tečajnim tveganjem. Na drugi strani se članice EMU odpovejo monetarni politiki in podjetja ne morejo več pričakovati, da bo monetarna politika blažila morebitne ekonomske šoke v njihovih državah. Poleg odprav tečajnega tveganja znotraj EMU je pozitivna posledica povečane finančne integracije tudi odprava investicijskih ovir pred integracijo. Uvedba evra je imela pozitivne posledice tudi na investicijsko klimo podjetij v evroobmočju. Podjetja so investirala v obdobju 1998 – 2000 3.3 % več kot podjetja izven EMU. Tudi tu je učinek večji pri večjih podjetjih, ki so iz držav katere so nedavno utrpele valutno krizo. Novo investiranje je bilo večinoma financirano s posojili. Implikacija te raziskave je, da bi bilo sprejetje novih članic v EMU za njihova podjetja pozitivno. Kljub temu pa je za države EU, v katerih so velika podjetja bolj izpostavljena dolarju kot evru, izguba neodvisne monetarne politike prevelika, da bi lahko nadomestila prednosti vstopa v EMU (Bris, Koskinen, Nilsson, str. 15).

7.2 DOLOČITEV MENJALNEGA RAZMERA OB PREVZEMU EVRA

Med ekonomisti prevladuje mnenje, da so valutna menjalna razmerja med valutami odvisna od paritet kupnih moči (PPP). V najbolj striktni obliki te teorije so menjalna razmerja določena tako, da so nivoji cen v različnih državah izraženi v eni valuti enaki. Teorija ima osnove v »zakonu ene cene« za vsako blago, ki se mednarodno menja. Implikacija te striktno verzije je, da bo določena košarica valut stala enako v vseh državah. Teorija se je kasneje razvijala, relativna teorija paritet kupnih moči tako pravi, da se razlike v inflaciji v dveh državah odražajo v prilagoditvi nominalnega menjalnega tečaja. Trenuten konsenz je, da realni menjalni tečaji konvergirajo proti PPP v zelo dolgem obdobju, z deviacijami okoli 15 % letno (Astrov, str. 170).

Teorija PPP pa ne more razložiti dejstva, da cene v različnih državah ponavadi zelo varirajo. Poleg tega je iz opazovanj moč razbrati, da je nizek nivo cen ponavadi v manj razvitih državah in obratno. Razvite države imajo glede na PPP visoko ceno. Ta pojav se v teoriji ponavadi razlaga z Balassa-Samuelson učinkom. Balassa in Samuelson sta razdelila ekonomijo na menjalne in nemenjalne dobrine in pravita, da so razlike v produktivnosti med razvitimi in manj razvitimi državami dosti večje v menjalnem kot v nemenjalnem sektorju. Ta razlika v produktivnosti naj bi bila posledica tehnološke nerazvitosti revnih držav. Proizvodnja menjalnih dobrin ponavadi zahteva visoko kapitalsko intenzivnost, pri nemenjalnih dobrinah pa je dvig produktivnosti omejen, saj gre za tipično delovno intenzivne panoge. Ker so zaradi mednarodne arbitraže cene menjalnih dobrin izenačene med državami, se nižja produktivnost v revnih državah direktno odraža v nizkih plačah v menjalnem sektorju. Plače v nemenjalnem sektorju se potem zaradi mobilnosti dela med sektorji izenačijo s plačami v menjalnem sektorju. Nizke plače z relativno visoko produktivnostjo v nemenjalnem sektorju razložijo nizko ceno nemenjalnih dobrin in posledično nizko ceno košarice dobrin v nerazvitih državah (Astrov, str. 172).

Posledica teoretičnega koncepta, ki sta ga razvila Balassa in Samuelson je, da bo ekonomska rast v nerazvitih državah pomenila apreciacijo domače valute. Prav tako bi izboljšanje pogojev menjave (TOT) pomenilo realno apreciacijo domače valute.

Astrov (187) ugotavlja, da je realna apreciacija vzhodno-evropskih držav proti evru po tranziciji močno zmanjšala nivo cen med evroobmočjem in tranzicijskimi državami. Med vsemi tranzicijskimi državami pa je slovenski tolar po PPP najbližje evru. Zato je tudi prevzem evra v Sloveniji ocenjen kot najmanj tvegan za makroekonomsko stabilnost. Ekonomska teorija pravi, da je na dolgi rok spreminjanje realnega menjalnega tečaja možno le zaradi realnih šokov, to so sprememba v okusih (D), sprememba v tehnologiji (S) in v spremembi TOT. Monetarni faktorji pa lahko vplivajo na realno menjalno razmerje le na kratki rok in samo v povezavi z »sticky« cenami in plačami.

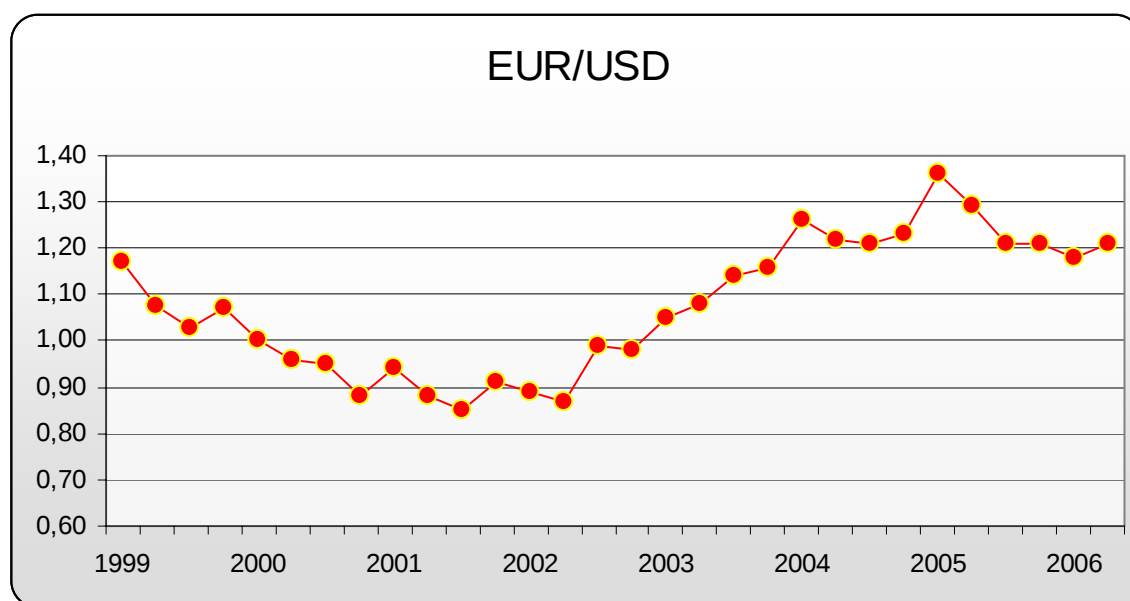
Devizni tečaj zamenjave nacionalne valute v evro se določi na koncu obdobja v ERM II. Do sedaj so vse države prevzele evro z istim deviznim tečajem, kot so ga imele v prehodnem obdobju ERM oziroma ERM II, čeprav sta Irska in Grčija revaluirale centralne paritete med trajanjem prehodnega obdobja. Čeprav bodo imele nove članice pri določanju centralne paritete zamenjave nacionalne valute za evre, in še prej pri določitvi centralne paritete v ERM II, precej proste roke, to ne pomeni, da je izbira lahka. V primeru podcenjene izbire centralne paritete bi imele države težave z doseganjem sprejemljive inflacije, pri precenjeni valuti pa bi lahko trpel BDP in zaposlitev. Določitev zdržne centralne paritete je zato v interesu tako novih članic EMU kot starih. Glede na to, da je povprečna rast produktivnosti v novih članicah EU dosti višja kot v starih, pa je tu maneverski prostor za izbiro rahlo precenjene centralne paritete. Glede na dejstvo, da je slovenski tolar v obdobju ERM II variiral v zelo majhnem pasu okoli centralne paritete, pa je pričakovati, da bo centralna pariteta zamenjave tolarjev v evro ostala enaka kot je bila v obdobju članstva v ERM II.

7.3 PERSPEKTIVE EVRA

V obdobju po uvedbi evra ta ni nič kazal znakov konkurenčnosti ameriškemu dolarju in možnosti, da bi lahko prehitel ameriški dolar kot vodilno svetovno valuto. Evro je svojo pot začel pri vrednosti 1EUR = 1,168 USD. Do konca leta 2001 je njegova vrednost krepko padala, najnižjo vrednost je dosegel 26.10.2000, ko je bil 1 EUR vreden 0,8252 USD.

Za tak trend je več razlogov, eden glavnih je, da je EUR v prvih treh letih obstajal le kot knjižni denar, s čimer so bili ustvarjeni psihološki dvomi o skupni evropski valuti. V istem obdobju pa so v ZDA izkazovali dobro gospodarsko rast in gospodarsko ekspanzijo že v celem desetletju. Tečaj evra v tem obdobju ni okrepil niti rekordno visok primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance v ZDA, saj se je ta zlahka financiral s tujimi investicijami kapitala v ameriške delnice in obveznice.

Slika 2: Vrednosti deviznega tečaja EUR/USD ob začetku vsakega kvartala v obdobju 1999-2006



Vir: FX History, 2006

Po letu 2002 pa se je zgodil preobrat v gibanju deviznega tečaja EUR/USD. Razlogov za to je več. Prvi je gospodarska rast. V ZDA je v letu 2001 zavladata velika negotovost, saj je ameriško gospodarstvo v tretjem četrtletju leta 2001 uradno zapadlo v recesijo, ko je bil izpolnjen tehnični pogoj za recesijo, to je najmanj dve zaporedni četrtletji zapored z negativno rastjo BDP. Zaradi tega je morala ameriška centralna banka znižati obrestne mere, ki so padle pod nivo evropskih. Povečanje tega razpona se je odrazilo na denarnem in kapitalskem trgu, saj so naložbe, denominirane v evrih, postale donosnejše. Nezaupanje v ameriške delniške trge so dodatno podkrepili škandali v Enronu in Worldcomu, kar je bila dodatna spodbuda investitorjem, da so vlagali v evroobmočje. Dodatni vplivi so bili psihološki, saj je teroristični napad 11.9 skupaj s kasnejšimi povračilnimi ukrepi v Afganistanu in Iraku negativno vplival na zaupanje v ameriško gospodarstvo. Vsi ti faktorji so ZDA postavili pred nov problem, to je kako financirati velike primanjkljaje v tekočem delu plačilne bilance, ki so se prej financirali preko tujih investicij.

Apreciacija evra po letu 2002 je povečala kupno moč prebivalstva evro območja, znižala pritisk na cene in povzročila znižanje cen surovin, katerih cene so načeloma izražene v USD. Negativen pa je bil vpliv na podjetja evro območja, saj se je podražil njihov izvoz v ZDA, ki so ena najpomembnejših gospodarskih partneric evro območja.

Po teh dogodkih je bilo smiselno sklepati, da je bil nizek devizni tečaj USD tudi v interesu ZDA. Tako Aristovnik in Keseljevič (16) pravita, da »ZDA z nizko vrednostjo dolarja stimulira svoj izvoz in na ta način zapolnjuje trgovinski primanjkljaj. Pred opisanimi dogodki so to počeli s kapitalskimi pritoki, vendar se je zaupanje tujih vlagateljev v ameriške finančne trge močno omajalo in so vedno manj navdušeni nad financiranjem tekočega dela plačilne

balance. Zato breme uravnoteženja tekočega računa prevzema postopek plačilnobilančnega prilagajanja prek deviznega tečaja in spodrija plačilnobilančno prilagajanje.«

Ekonomska teorija pravi, da naj bi tečaj dolarja in evra dolgoročno nihal na ravni, na kateri bi imeli obe valuti približno enako kupno moč. Ustrezni modeli bančnih ekonomistov predvidevajo, da bi bil tečaj, pri katerem bi bila kupna moč uravnotežena pri približno 1,20 dolarja za evro (Urbanija, 2002).

Med deviznimi trgovci in drugimi analitiki je prišlo do soglasja, da je potrebno gibanje vrednosti evra v odnosu do dolarja pojasnjevati predvsem z ameriškim dolarjem in dejavniki, ki so povezani z največjim svetovnim gospodarstvom ZDA (Pivk, str. 26).

OECD raziskava iz leta 2000 pa je pokazala, da tudi močna depreciacija dolarja, ki je možna zaradi slabšanja zaradi težav ZDA v plačilni bilanci na srednji rok ne bi močno vplivala na ekonomijo EU.

Dve sili, ki vplivata na velik primanjkljaj v plačilni bilanci ZDA sta povečanje povpraševanja ZDA po tujih dobrinah in povečano tuje povpraševanje po sredstvih ZDA. Dolar je zaradi velikega primanjkljaja v plačilni bilanci danes pod velikim pritiskom. Faktorjev, ki bi lahko povzročili nadaljnjo depreciacijo je več. Odločitev azijskih centralnih bank, da ustavijo kupovanje dolarjev oziroma da prestrukturirajo portfolio tako, da zmanjšajo odstotek rezerv v dolarjih, bi občutno zmanjšala svetovno povpraševanje po dolarju. Neprijetna bi bila tudi novica, da bi Kitajska pustila svojo valuto prosto valovati, ki tako ne bi bila več vezana na dolar. Znatna depreciacija dolarja sicer ni nujno katastrofa za ZDA, saj bi bila posledica večje povpraševanje po dobrinah ZDA, kar bi povečalo BDP. Na ta način bi ZDA lahko zmanjšale javni dolg ne da bi zapadle v recesijo. Nevarnost je dosti večja za Japonsko in Evropo. Ker so obrestne mere nizke, deficiti pa relativno visoki, je možnosti za makroekonomsko manevriranje malo (Blanchard, Giavazzi, Sa, str. 34).

Gospodarska rast evro območja zaostaja za najboljšimi državami OECD že vse od sredine 1990-ih. Za ustvarjanje pogojev, ki bi zagotovili da bo gospodarska rast v evro območju bolj robustna obenem pa bi inflacija ostala nizka je potrebno: (Economic Survey of the euro Area, 2005, str. 4).

- Izboljšati trg dela v EU, kjer so visoka strukturna brezposelnost in nizka stopnja aktivnosti starejših delavcev glavne težave EU na tem področju. Reforme trga dela, so izboljšale rezultate do neke točke, politično bolj občutljiva področja kot nižanje pravic iz naslova zakonodaje o rednem delovnem razmerju pa mora biti ravno tako obravnavano.
- Dvigniti produktivnost, saj evro območje zaostaja v inovativnosti, neizkoriščene pa so tudi možnosti dviga produktivnosti z boljšim izkoristkom možnosti, katere ponuja integracija trga storitev.
- Zagotoviti dolgoročno vzdržnost javnih financ, saj je v kontekstu staranja populacije EU to vsekakor eden glavnih izzivov.

Ob predpostavkah, da se participacija delovne sile po relevantnih starostnih razredih, strukturna brezposelnost in rast produktivnosti ne spremeni, je potencialna rast BDP-a v evro območju ocenjena na 2 % v obdobju 2005 -2010, 1,25 % v obdobju 2010-2015 in 1 % v obdobju 2015-2020. Za ZDA velja, da je v istih obdobjih in ob istih predpostavkah ocenjena potencialna rast BDP-a 3,25 %, 2,25 % in 2%. Posledica tega scenarija bi bil povečan razpon BDP-a evro območja proti ZDA iz današnjih 30 % na 37 %. Pojavljajo se tudi mnenja, da ni nič narobe z različnimi stopnjami rasti med ZDA in EU, saj naj bi bile tudi posledica različnih preferenc do prostega časa. Glavni ekonomist OECD pravi, da ni nič narobe z izbiro posameznikov med več dela ali več prostega časa, vendar pa je potrebno zagotoviti, da bo politika EU do dela taka, da ne bo od dela odvrčala tudi tiste, ki bi radi delali a dela ne dobijo (Economic Survey of the euro Area, 2005, str. 5).

Valuta države, ki ima največji del v mednarodni menjavi, ima seveda naravno prednost pred drugimi valutami pri pridobitvi statusa glavne mednarodne valute. Trenutno je največje svetovno gospodarstvo ZDA z 11.500 milijardami dolarjev BDP-a v letu 2004. Če pa bi se EMU pridružile VB, Švedska, Danska ter 10 novih članic bi gospodarstvo EMU-25 presegalo gospodarstvo ZDA po BDP-u za okoli 600 milijard USD. Drug pomemben faktor, v katerem pa so ZDA daleč pred euroobmočjem, je obseg in razvitost kapitalskih in denarnih trgov. Veliki finančni trgi v New Yorku in Londonu močno koristijo dolarju in funtu glede na evro. Tretji pomemben faktor je zaupanje v vrednost valute, povezano predvsem s pričakovanji stabilnosti valute. Glede na dejstvo, da je zunanji dolg ZDA približno 9000 milijard USD v letu 2006, je to velik minus za potencialne vlagatelje v dolar, saj lahko FED popusti pod pritiski da bi se z inflacijo rešili tega bremena (Chinn, Frankel, str. 14).

Ali bo evro v prihodnosti konkuriral ali celo presegel dolar kot vodilno svetovno valuto je odvisno od dveh faktorjev. Ali se bo EMU priključilo dovolj veliko število novih držav EU vključno z VB, ki bi s seboj prinesla velike razvite finančne trge in ali bo makroekonomska politika ZDA razvrednotila zaupanje v dolar, kot vodilno svetovno valuto preko inflacije in deprecijacije.

Če se bo do leta 2020 v EMU vključilo še 13 držav članic EU, katere danes niso članice vključno z VB bo evro nekaj let kasneje postal vodilna svetovna valuta. Evro bi lahko postal vodilna svetovna valuta tudi v primeru nadaljnje deprecijacije dolarja že pred letom 2020 tudi če se nekatere članice EU ne vključijo v EMU (Chinn, Frankel, str. 23).

➤ *Prednosti mednarodne valute:*

- Priročnost za subjekte, ki prebivajo oziroma poslujejo v državi.
- Več posla za banke in druge finančne institucije
- Seignorage
- Politična moč in prestiž

- *Slabosti mednarodne valute:*
- Velika nihanja v povpraševanju po valuti
 - Povečanje v povprečnem povpraševanju po valuti (apreciacija)
 - Odgovornost

8 PRIMER PODJETJA KOVINOPLASTIKA LOŽ D.D

8.1 O PODJETJU

Obrtno kovinsko podjetje Lož je bilo ustanovljeno s sklepom Občinskega ljudskega odbora Loška dolina 27.11.1954 in registrirano pri okrožnem gospodarskem sodišču v Kopru 17.01.1955. Prva finančna sredstva je podjetje dobilo iz kreditov, ki so bili namenjeni Kočevski in Primorski, po svojih zmožnostih pa je podjetje kreditiral tudi Občinski ljudski odbor Loške doline. Stare stroje, opremo in orodja so v prvem obdobju dobili kot pomoč nekaterih podjetij, med drugim Titana iz Kamnika in Nika iz Železnikov ter drugih. Proizvodni in skladiščni prostori pa so bili razdrobljeni po različnih krajih v Loški dolini. V letu 1954 in začetku leta 1955 je kolektiv štel 17 članov, ob koncu leta 1955 pa že 72. Izdelovali so 11 artiklov. Že na začetku se je podjetje začelo usmerjati na izdelavo gradbenega in pohištvenega okovja, saj je bilo na trgu zanj veliko povpraševanje. Kolektiv je naglo rasel tako po ustvarjenjem prometu kot po številu zaposlenih. Kolektiv se je zavestno odpovedal višjim dohodkom in sredstva nalagal v nadaljnji razvoj in nove proizvodne programe. V letu 1959 se je podjetje začelo ukvarjati tudi s predelavo plastičnih mas, izdelavo karnis in drugih izdelkov iz plastičnih mas. Pri okrožnem gospodarskem sodišču je bila vpisana sprememba dejavnosti in sprememba naziva v Kovinsko podjetje Lož.

V začetku 60-let se je podjetje odločilo zgraditi nove prostore in spremembo imena v Kovinoplastika Lož, katero nosi še danes. 07.07.1960 je bilo registrirano ime Kovinoplastika Lož. Skoraj vsi proizvodni obrati, ki so bili razdrobljeni po vaseh Loške doline so se leta 1967 preselili v nove prostore in dani so bili pogoji, da se je leta 1968 podjetje začelo ukvarjati z novo tehnologijo, izdelavo kuhinjskih pomivalnikov iz nerjaveče pločevine. Ta proizvodnja je stekla v izpraznjenih prostorih bivšega združnega doma v Ložu, kjer je bila prej proizvodnja okovja. Uvajanje novih tehnologij in hitra rast podjetja je tudi v 70-letih pogojevala izgradnjo novih prostorov. V letu 1978 sta bili sočasno zgrajeni Galvana in nova hala za predelavo nerjaveče pločevine Inox. Z razvojem novih izdelkov in širjenjem tehnologije se je investiranje od gradnje prostorov preusmerilo v tehnološke investicije. Zaradi potreb po sodobnejšemu organiziranju se je podjetju leta 1974 priključilo podjetje Metalpres iz Plešč. Istega leta se je začelo tudi sodelovanje z nemškim podjetjem Wilhelm Frank-Roto iz Leinfeldna, kar je pomenilo v takratni Jugoslaviji eno prvih pogodb o skupnih vlaganjih s tujim partnerjem. Rezultat tega sodelovanja je bila izgradnja proizvodnih prostorov v Novi vasi in leta 1976 registracija tozda Roto Lož..

70-ta leta so dala nadaljnjemu razvoju Kovinoplastike Lož poseben pečat. Programski napredek je bil očiten. Izoblikovale so se trdne osnove, na katerih sloni tudi sedanji program.

Mnogi enostavni izdelki so se začeli opuščati in začelo se je vedno bolj usmerjati v tehnološko zahtevnejše programe in veliko serijsko proizvodnjo. Zaradi trga in ekonomskih potreb je v tem času prišlo v slovenskem prostoru med sorodnimi proizvajalci do tesnejšega poslovnega sodelovanja. Titan Kamnik, Ima Dekani, Liv Postojna in Kovinoplastika Lož so medsebojno uskladili proizvodne programe in izoblikovali razvojne smeri. Zavedajoč se, da je znanje osnova tehnološkemu napredku, da podjetje ni v središču, kjer je mogoče izbirati izobražene in usposobljene kadre je podjetje namenjalo veliko pozornosti in sredstev za kadrovske štipendiranje mladih in izobraževanje ter študij ob delu svojih zaposlenih.

Pospešeno vlaganje v modernizacijo proizvodnje in organizacijo dela je tudi v 80-ih letih narekovalo nove investicije v izgradnjo novih proizvodnih prostorov. Leta 1981 je bila zgrajena nova proizvodna hala v Babnem Polju, kamor se preselili proizvodnjo karnis. Tudi do tedaj utesnjena orodjarna, ki je imela svoje proizvodne prostore v prostorih okovja, se je 21.10.1983 preselila v nove prostore z ugodnejšimi delovnimi razmerami in možnostmi za hitrejšo izdelavo predvsem orodij. V letu 1984 je podjetje začelo izdelovati strešna okna, kar je bilo kasneje v 90-ih osnova za začetek nove programske usmeritve gradbenih elementov. Pomemben prispevek pa je podjetje dalo tudi okolju s pomočjo pri izgradnji infrastrukture, podpori kulturnih, družbenih in športnih dejavnosti. Za rešitev stanovanjskih težav svojih zaposlenih je podjetje vlagalo v izgradnjo in nakup kadrovskega stanovanja ter s stanovanjskimi krediti pomagalo zaposlenim pri izgradnji stanovanjskih hiš.

Leta 1990 se je Kovinoplastika Lož organizirala v enovito podjetje s programskimi enotami in sektorji, ter se je kasneje v skladu z zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij preoblikovala v delniško družbo Kovinoplastika Lož d.d, katera je bila vpisana v sodni register 23.3.1995. Agoniji ob razpadu skupne države in velikim spremembam ob uvedbi novega družbenoekonomskega sistema se tudi Kovinoplastika Lož ni izognila. Podjetje je tudi v takratnih odločilnih trenutkih zmoglo z lastnimi močmi in znanjem prebroditi čas, ki je bil za mnoga podjetja usoden. Poleg vlaganja v tehnologijo, je podjetje investiralo tudi v izgradnjo novih prostorov. Leta 1997 je bila zaključena izgradnja razširitve novih prostorov galvanizacije z aneksom. Leta 1999 je bila zgrajena nova upravna stavba in razširitev skladišča gotovih izdelkov okovja. 90-ta leta so bila tudi leta reorganiziranja prodajne mreže in ustanavljanja trgovskih podjetij ter povezovanja s strateškimi partnerji. V novoustanovljenih državah bivše Jugoslavije so začela delovati prenovljena hčerinska podjetja; Kovinoplastika Zagreb d.o.o, Kovinoplastika Sarajvo d.o.o in Lož Beograd d.o.o. 1. aprila 1992 je bila otvoritvena slovesnost podjetja Dynacast Lož d.o.o, katerega sta ustanovila Dynacast International in Kovinoplastika Lož. V decembru leta 1992 so se uspešno končali razgovori vodstva podjetij FGV in Kovinoplastike Lož o ustanovitvi podjetja Techno Lož d.o.o, katero je pričelo s poskusnim obratovanjem leta 1993 v proizvodnem objektu na Babnem Polju. Na osnovi dolgoletnega uspešnega sodelovanja sta 21.11.1995 podjetji Roto Frank AG in Kovinoplastika Lož ustanovili Roto Lož d.o.o, katerega osnovni program je bil proizvodnja vratnih zapor in posebnih okenskih zapor. Približevanje kupcem in razvoj novih trgov je podjetje spodbudilo k uvedbi blagovne znamke Alveus, pod katero je začelo tržiti kuhinjske pomivalnice. Blagovna znamka Alveus je bila prvič celostno predstavljena na Ljubljanskem

pohištvenem sejmu leta 1996. Po letu 2000 je sledila ustanovitev novih prodajnih hčerinskih družb na Češkem, Poljskem, ter v Romuniji in Rusiji. V 90-ih letih je podjetje namenilo veliko pozornost usklajevanju sistema kakovosti s svetovnimi standardi. V podjetju so se odločili, da se sistem poslovanja uskladi z zahtevami standarda ISO 9001. Certifikat ISO 9001 je Kovinoplastika Lož pridobila januarja 1994. Pozitiven odnos do varovanja delovnega in širšega okolja je bil vedno naloga podjetja. Kovinoplastika Lož je kot prvo večje industrijsko podjetje v Sloveniji pridobilo leta 1998 okoljski certifikat ISO 14001, kar je zaokrožilo proces globalnega sistema kakovosti, ki ga sestavljajo proces zagotavljanja kakovosti izdelkov, skrb za okolje ter skrb za zdravje in varnost zaposlenih. Pretresi v letu 1999 so podjetje vzpodbudili k izdelavi dolgoročne razvojne vizije in strateških poslovnih načrtov za posamezne jedrne programe. Na osnovi teh programov je bilo organiziranih pet profitnih centrov. Rast obsega poslovanja družbe in skupine, ter stabilnost rezultatov sta potrdila pravo razvojno smer podjetja.

Velik izziv je za podjetje predstavljala neuravnotežena in nestabilna lastniška struktura podjetja. Ureditev teh razmerij v letih od 2001 do 2003 in podpora sedanjih lastnikov uresničevanju razvojne vizije in strateških načrtov je podjetju velika opora pri načrtovanju in uresničevanju novih poti. Po vstopu Slovenije v EU in sklenitvi novih pogodbenih razmerij s ključnim partnerjem Roto Frank je podjetje v začetku leta 2004 sprejelo prenovljeno razvojno vizijo in postavilo temeljne strateške usmeritve, ki bodo vodile Kovinoplastiko Lož d.d, ki so usmerjenost na trg, usmerjenost v optimalno organizacijo in informatizacijo delovnih procesov, doseganje primernih finančnih rezultatov ter zagotovitev perspektive zaposlenim in ostalim deležnikom podjetja. Nedvomno pa je, da lahko zaposleni Kovinoplastike Lož s ponosom gledajo na petdesetletni uspešni razvoj in na dosežene rezultate.

8.2 OPREDELITEV PROBLEMA

Tečajno tveganje je vezano na podjetja, ki se v svojem poslovanju srečajo s tujimi poslovnimi partnerji in uvažajo ter izvažajo blago in storitve iz/v druge države ter se tako srečujejo s tujim denarjem. Najpogosteje pride do situacije, da imata državi različni valuti in podjetji zato skleneta posel v valuti države izvoznice ali v valuti uvoznice pogodbeni valuta pa je tuja valuta za vsaj eno od udeleženk posla. Podjetja ne želijo biti izpostavljena valutnim tveganjem in ga skušajo s spremljanjem ter različnimi instrumenti zavarovanja omiliti. Pri velikih poslih lahko že majhna sprememba deviznih tečajev povzroči velike izgube v absolutnih zneskih.

Kovinoplastika Lož d.d je z ustanovitvijo in prevzemi proizvodnih in prodajnih hčerinskih družb prevzela valutna tveganja teh podjetij. Le-ta so locirana v državah vzhodne Evrope v nestabilnih ekonomijah z neurejenim in nestabilnim makroekonomskim okoljem, kar privede do velikih tečajnih tveganj, saj se tečaji spreminjajo nepredvidljivo in včasih zelo hitro. Od trenutka, ko je izdan račun za izdelek ali storitev pa do trenutka, ko je plačilo izvršeno, se lahko tečaj poveča ali zmanjša tudi za več odstotnih točk.

Tabela 3: Prodajna hčerinska podjetja Kovinoplastike Lož d.d.

PRODAJNA HČERINSKA PODJETJA					
<i>NAZIV</i>	<i>LOKACIJA</i>	<i>KAPITAL v 1000 sit (31.12.2004)</i>	<i>LASTNIŠKI DELEŽ MATIČNEGA PODJETJA</i>	<i>ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE 2004 (1000 SIT)</i>	<i>NV TRGOVSKE GA BLAGA 2004 (1000 SIT)</i>
<i>Kovinoplastika Zagreb d.o.o.</i>	<i>Hrvaška</i>	<i>264.375</i>	<i>99%</i>	<i>1.251.595</i>	<i>1.070.381</i>
<i>Lož Beograd d.o.o.</i>	<i>Beograd</i>	<i>44.690</i>	<i>60%</i>	<i>358.731</i>	<i>294.154</i>
<i>Alveus d.o.o.</i>	<i>Romunija</i>	<i>24.045</i>	<i>100%</i>	<i>512.079</i>	<i>398.772</i>
<i>Alveus CZ s.r.o.</i>	<i>Češka</i>	<i>-4.250</i>	<i>61%</i>	<i>95.327</i>	<i>77.065</i>
<i>Alveus z.o.o.</i>	<i>Poljska</i>	<i>10.810</i>	<i>100%</i>	<i>954.221</i>	<i>811.232</i>
<i>Kovinoplastika Sarajevo d.o.o.</i>	<i>BIH</i>	<i>392.067</i>	<i>85%</i>	<i>740.912</i>	<i>615.826</i>

Vir: Interno gradivo Kovinoplastike Lož d.d

V zgornji tabeli so prikazana prodajna hčerinska podjetja z osnovnimi podatki o poslovanju v letu 2004 ter z osnovnimi podatki o lastniški strukturi. Tečajna tveganja se pojavljajo v vseh hčerinskih podjetjih razen v podjetju Kovinoplastika Sarajevo d.o.o. Razlog je v tem, da ima Bosna in Hercegovina posebno vrsto monetarne ureditve »currency board«. Leta 1997 so v Bosni in Hercegovini pod tem sistemom uvedli konvertibilno marko (BAM), po uvedbi evra pa je valuta vezana v fiksnem razmerju do evra z enakim razmerjem kot nemška marka ($1,95583\text{BAM}=1\text{€}$). Razlog za tako odločitev je bila potreba po stabilni domači valuti ter zaupanju ljudi v lastno valuto. Currency board ima dve glavni značilnosti. V tem sistemu mora obstajati 100 % kritje v tuji valuti (€), monetarne oblasti pa so zadolžene za izdajanje lokalnih kovancev in bankovcev (BAM) ter zamenjavo v Evro. »Currency board« ne posoja bankam ali vladi, kar posredno pripelje do podobne inflacije in obrestne mere kot v euroobmočju. Druga značilnost je fiksno menjalno razmerje BAM – EUR kar je tudi razlog, da se v podjetju Kovinoplastika Sarajevo d.d tečajne razlike ne pojavljajo. Zato se bom v nadaljnji analizi osredotočil samo na pet hčerinskih družb. Ostale podružnice pa delujejo v državah kjer lokalna valuta ni EUR, konvertibilna marka ali SIT.

Tabela 4: Prihodki in odhodki zaradi tečajnih razlik

	ALVEUS POLJSKA (1000 SIT)				
	2004	2003	2002	2001	SKUPAJ
PRIHODKI OD T.R.	53.489 SIT	21.313 SIT	18.995 SIT	16.620 SIT	110.417 SIT
ODHODKI OD T.R.	16.394 SIT	54.019 SIT	46.888 SIT	16.564 SIT	133.865 SIT
					-23.448 SIT
	ALVEUS ČEŠKA (1000 SIT)				
	2004	2003	2002	2001	SKUPAJ
PRIHODKI OD T.R.	8.409 SIT	9.464 SIT	13.363 SIT	5.177 SIT	36.413 SIT
ODHODKI OD T.R.				849 SIT	849 SIT
					35.564 SIT
	ALVEUS ROMUNIJA (1000 SIT)				
	2004	2003	2002	2001	SKUPAJ
PRIHODKI OD T.R.	10.958 SIT	1.963 SIT	1.176 SIT	437 SIT	14.534 SIT
ODHODKI OD T.R.	3.816 SIT	28.604 SIT	54.605 SIT	24.178 SIT	111.203 SIT
					-96.669 SIT
	LOŽ BEOGRAD (1000 SIT)				
	2004	2003	2002	2001	SKUPAJ
PRIHODKI OD T.R.	1.050 SIT	544 SIT	57 SIT	7 SIT	1.658 SIT
ODHODKI OD T.R.	19.431 SIT	5.423 SIT	390 SIT	123 SIT	32.491 SIT
					-30.833 SIT
	KOVINOPLASTIKA ZAGREB (1000 SIT)				
	2004	2003	2002	2001	SKUPAJ
PRIHODKI OD T.R.	25.252 SIT	16.113 SIT	11.290 SIT	17.288 SIT	69.944 SIT
ODHODKI OD T.R.	29.481 SIT	30.181 SIT	17.301 SIT	11.761 SIT	88.724 SIT
					-18.780 SIT
SKUPAJ (1000 SIT)					
PRHODKI OD TEČAJNIH RAZLIK		232.966 SIT			
ODHODKI OD TEČAJNIH RAZLIK		367.132 SIT			

Vir: Interno gradivo Kovinoplastike Lož d.d

Zgoraj so prikazani prihodki in odhodki zaradi tečajnih razlik v letih 2001 – 2004 za 5 hčerinskih prodajnih družb Kovinoplastike Lož d.d. Razvidno je, da je bila skupna izguba zaradi tečajnih razlik petih hčerinskih družb v zadnjih štirih letih več kot 134 milijonov SIT. Sami odhodki od tečajnih razlik pa so znašali kar 367 milijonov SIT, kar znese več kot 90 milijonov SIT na leto. Največje težave so bile v Romuniji, Poljski, ter Srbiji in Črni Gori. Razvidna so velika nihanja po letih. Alveus Poljska je v letu 2004 imela za več kot 37 milijonov SIT pozitivnih tečajnih razlik, leto prej pa za skoraj 32 milijonov SIT negativnih tečajnih razlik. V prilogah sem grafično prikazal gibanje valut v teh državah.

Tabela 5: Izpostavljenost tečajnim tveganjem na dan 31.12.2004 v 1000 SIT

Kovinoplastika Zagreb	449.507
Kovnioplastika Beograd	125.404
Alveus Češka	33.619
Alveus Poljska	163.417
Alveus Romunija	190.294
SKUPAJ	962.241

Vir: Interno gradivo Kovinoplastike Lož d.d

8.3 SIMULACIJA ZAVAROVANJA S TERMINSKIMI POGODBAMI ZA POLJSKO V LETU 2003

V letu 2003 je izguba zaradi tečajnih razlik v Alveus Poljska znašala skoraj 33 milijonov SIT. Iz seznama računov in plačil sem simuliral izgubo (glej Tab. 2 na str. 17), če bi podjetje v tem letu uporabljalo terminsko zavarovanje. Predpostavka, ki sem jo postavil je, da podjetje ob dnevu izstavitve računa zavaruje znesek za plačilo s »forward 90« ali »forward 120«.

Tabela 6: Simulacija terminskega zavarovanja Alveus Poljska 2003

		razlika	% izguba
Dejanski strošek	721.414.310 SIT		
Dejansko plačilo	754.775.252 SIT	33.360.941 SIT	4,42%
FORWARD 90	726.548.788 SIT	5.134.477 SIT	0,71%
FORWARD 120	728.260.280 SIT	6.845.969 SIT	0,94%

Vir: Interno gradivo Kovinoplastike Lož d.d

Razvidno je, da je v letu 2003 Alveus Poljska zaradi negativnih tečajnih razlik utrpela izgubo v vrednosti 33 milijonov SIT. Če pa bi podjetje uporabljalo terminsko zavarovanje »forward 90« bi ta izguba znašala le 5,1 milijona SIT. Simuliral sem tudi izgubo v primeru daljšega časovnega obdobja zavarovanja »forward 120«. Rezultat je pričakovano rahlo višji (6,8 milijona SIT) vendar še vedno znatno nižji od dejanske izgube.

V simulaciji za Alveus Poljska 2003 sem po pregledu računov in simulaciji terminskega zavarovanja dobil 0,71% izgubo pri »forward 90« in 0,94% izgubo pri »forward 120«, kar ustreza dejanskim razmeram v tistem letu. Razlika med obrestno mero poljske centralne banke in ECB je bila 3 odstotne točke. Iz tabele 2 lahko razberem da je pričakovani strošek pri »forward 90« 0,75% pri »forward 120« pa 1%. Na podlagi tega lahko sklepam da bom dobil iz ocene stroškov terminskega zavarovanja za obdobje 2001-2004 rezultate, ki bodo dobro ocenili simulirano izgubo.

8.4 OCENA STROŠKOV TERMINSKEGA ZAVAROVANJA ZA OBDOBJE 2001 -2004

Tabela 7: Skupni prihodki od tečajnih razlik ter ocena skupne izgube pri simuliranem terminskem zavarovanju »forward 90« v obdobju 2001-2004 brez poslovalnice Alveus Češka.

	NV trgovskega blaga (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik v %	Hipotetična izguba pri Forward 90 v 1000 SIT	Povprečni strošek terminskega posla v letu
2001	1.884.008	-46.295 SIT	-2,46%	-30.361 SIT	-1,61%
2002	2.380.489	-100.369 SIT	-4,22%	-33.633 SIT	-1,41%
2003	2.506.487	-65.711 SIT	-2,62%	-28.022 SIT	-1,12%
2004	2.565.483	49.648 SIT	1,94%	-32.435 SIT	-1,26%
Skupaj	9.336.467	-162.727 SIT	-1,74%	-124.450 SIT	-1,33%

Vir: Interno gradivo Kovinoplastike Lož d.d

V zgornji tabeli so sumirani ocenjeni rezultati za poslovalnice Kovinoplastika Zagreb, Kovinoplastika Beograd, Alveus Poljska in Alveus Romunija. Izpustil sem podjetje Alveus Češka, ker uporabljajo planske tečaje in v bilancah izkazujejo nerealno visoke prihodke od tečajnih razlik.

Glavna ugotovitev zgornje tabele je, da bi bila ocenjena izguba v štirih poslovalnicah v obdobju 2001-2004 v primeru terminskega zavarovanja »forward 90« približno 38,3 milijona sit manjša, kot je dejansko.

Pregled po posameznih letih pa pokaže, da bi v letih 2001, 2002 in 2003 z uporabo terminskih zavarovanj zmanjšali izgubo zaradi tečajnih razlik. V letu 2002 bi tako z uporabo terminskega zavarovanja »forward 90«, izgubo zmanjšali za 66,7 milijona SIT. Slika se obrne v letu 2004. Poslovalnice so skupaj imele za 49,7 milijona sit pozitivnih tečajnih razlik. V primeru terminskega zavarovanja poslovalnice ne bi imele teh prihodkov, prav tako bi morali za zavarovanje plačati 32,4 milijona SIT.

Razvidno je torej, da terminsko zavarovanje s seboj prinaša določeno tveganje, kajti v primeru ugodnega gibanja tečajev se morajo poslovalnice odreči prihodkom iz tečajnih razlik. Vendar pa je skupna ocenjena izguba manjša kot v primeru brez zavarovanja, prav tako se odpravi variabilnost in podjetje je že vnaprej seznanjeno kakšen je strošek terminskega zavarovanja.

9 Sklep

Tečajnemu tveganju se podjetja, ki so vpeta v mednarodno menjavo, praktično ne morejo izogniti. Zelo redka podjetja imajo na trgu tako močno pozicijo, da si lahko privoščijo uporabo notranje metode zavarovanja »politiko cen« in enostavno obračunavajo v svoji valuti. Pa še to ni vedno optimalno, saj je ob ignoriranju tečajnih razlik tudi možnost, da bodo iz rok izpustila potencialni dobiček.

V državah zahodne Evrope je poslovna praksa, da podjetja vsaj del izpostavljenosti tečajnim tveganjem zavarujejo z različnimi instrumenti. Prevladuje uporaba terminskih pogodb za podjetja in uporaba swap poslov za banke. Poleg teh dveh glavnih možnosti obstaja še vrsta drugih možnosti zavarovanja, katere sem podrobneje obravnaval v delu. Dejstvo je, da je ukvarjanje s tečajnimi tveganji za podjetja pomembnejše kot izgleda na prvi pogled, saj je recimo iz praktičnega primera katerega sem obravnaval za podjetje Kovinoplastika Lož d.d. razvidno, da lahko izguba oziroma dobiček iz tečajnih razlik spremenijo dobiček iz poslovanja v čisto izgubo in obratno. Prihodki iz pozitivnih tečajnih razlik lahko spremenijo izgubo iz poslovanja v čisti dobiček na koncu poslovnega leta.

Za podjetje Kovinoplastika Lož sem analiziral spopadanje s tečajnimi tveganji za 6 prodajnih hčerinskih družb, katera so locirana v podjetjih vzhodne Evrope. Zaradi narave njihovega poslovanje se po vstopu Slovenije v EMU, izpostavljenost tečajnim tveganjem ne bo spremenila. Podjetja so prodajne hčerinske družbe in kot take nimajo dovolj tržne moči, da bi uporabljala notranje oblike zavarovanja pred tečajnimi tveganji. Menim, da je smiselno začeti uporabljati terminsko zavarovanje pred tečajnimi tveganji, saj je iz analize razvidno, da bi ob striktni uporabi terminskega zavarovanja »forward 90« v obdobju 2001 – 2004 vsa hčerinska podjetja skupaj imela 38 milijonov SIT manj odhodkov iz negativnih tečajnih razlik. V prihodnosti pa bi bilo smiselno tudi dopolniti spopadanje z tečajnimi tveganji z uporabo bolj sofisticiranih oblik, kot na primer opcije, pri katerih je tveganje večje, večji je tudi povprečen strošek zavarovanja, vendar ponujajo opcije edinstveno možnost med vsemi instrumenti; to je možnost doseganja teoretično neomejenega dobička iz pozitivnih tečajnih razlik.

Smiselno je pričakovati, da bo Slovenija 1.1.2007 vstopila v EMU ter s tem prevzela evro. S tem se bodo za slovenska podjetja spremenila tudi tečajna tveganja. Sam vstop v EMU bo iz vidika tečajnih tveganj pozitiven, saj slovenska podjetja večino poslov opravijo s podjetji v EU. Zaradi poenotenja valute bodo za slovenska podjetja tečajna tveganja ostala le v odnosu do valut izven EU.

V diplomskem delu sem obravnaval tudi perspektive evra, da postane vodilna svetovna valuta. Glavna faktorja, ki bosta vplivala na to sta, ali se bo EMU priključilo dovolj veliko število novih držav vključno z VB, ki bi s seboj prinesla velike razvite finančne trge in ali bo makroekonomska politika ZDA razvrednotila zaupanje v dolar kot vodilno svetovno valuto preko inflacije in depreciacije. Močan dolar ima prednosti in slabosti za druge države. Prednosti so predvsem za podjetja, ki izvažajo v ZDA ali za tista podjetja, ki tekmujejo z

uvozom iz ZDA, za EMU pa močan dolar pomeni tudi višje cene uvoza nafte in pritisk na plače.

Perspektive za Slovenijo ob skorajšnjem vstopu v EMU pa so zelo ugodne. Glede na raziskavo Instituta za ekonomska raziskovanja v Kielu, si lahko Slovenija obeta daleč največ makroekonomskih koristi med vsemi državami, ki so 2004 vstopile v EU. V kontekstu izpostavljenosti tečajnim tveganjem, pa se lahko podjetja nadejajo predvsem nižjim tečajnim tveganjem, kar vodi do povečanih investicij, nižjim transakcijskim stroškom, manjši negotovosti, saj bo makroekonomska politika postala bolj predvidljiva in večji stopnji integracije trgov.

LITERATURA

1. Aristovnik Aleksander, Kešeljević Aleksandar: Evro proti 1,40 dolarja. Finance, Ljubljana : 22. marec 2004. str. 16.
2. Astrov Valerij: Sectoral Productivity, Demand, and Terms of Trade: What Drives the Real Appreciation of East European Currencies? Wiiw Working Paper No. 34. Wiena : Wiiw, 2005. 42 str.
3. Blanchard Olivier, Francesco Giavazzi, Sa Filipa: The U.S. Current account and the dollar. NBER Working Paper No. 11137. NBER, 2005. 42 str.
4. Bris Arturo, Koskinen Yreo, Nilsson Mattias: The Euro is Good After All: Corporate Evidence. SSE Working paper No. 510. Stockholm : SSE, 2002. 55 str.
5. Chinn Menzie, Frankel Jeffrey: Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency? NBER Working Paper No. 11510. NBER, 2005. 41 str.
6. Dabrowski Marek: A Strategy for EMU Enlargement. Warsaw : CASE, 2005. 60 str.
7. Dizdarević Vesna: Zavarovanje pred tečajnim tveganjem na primeru podjetja Voga d.o.o. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 43 str.
8. Economic Survey of the euro area. OECD Policy brief. OECD, 2005. 7 str.
9. Eiteman K. David, Stonehill I. Arthur, Moffet H. Michael: Multinational Business Finance. 9. izdaja. Boston : Addison-Wesley, 2001. 694 str.
10. Friberg Richard: Exchange Rate Uncertainty and the Microeconomic Benefits of EMU. Working paper No. 27. Stockholm : Stockholm school of economics, 1996. 30 str.
11. Kreinin Mordechai E. International Economics a Policy Approach. Sixth Edition. San Diego : Harcourt Brace Jovanovich, 1991. 504 str.
12. Kumar Andrej: Mednarodna ekonomika. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 258 str.
13. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : GV Založba, 2002. 682 str.
14. Pivk Rok: Gibanje vrednosti evra v letu 2004. Bančni vestnik, Ljubljana : 2004. str. 25-31
15. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.

16. Schweickert Rainer: One Currency for all the Europes? Relative Advantage and Political Economy Problems of EMU Enlargement. Kiel : Kiel Institute of World Economics, 2002. 21 str.
17. Ravnikar Branka: Upravljanje tečajnega tveganja primer podjetja ETI d.d. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 52 str.
18. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I, Denar, finančne institucije in denarna politika. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
19. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II, Mednarodni denarni sistem. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
20. Veselinovič Draško: Devizno trgovanje. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 191 str.
21. Veselinovič Draško: Mednarodne (poslovne) finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003.
22. Zoran Saša: Vpliv šibkega dolarja na gospodarstvo evro območja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 53 str.
23. Žnidar Monika: Upravljanje tečajnega tveganja primer podjetja ETI d.d. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 53 str.

VIRI

1. Banka Slovenije: [URL: http://www.bsi.si/html/projekti/evro/razvoj_EMU.html], 2005.
2. ECB: Euro foreign exchange reference rates: [URL: <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>], 30.6.2005
3. FX History: Historical Currency Exchange Rates: [URL: <http://oanda.com/convert/fxhistory>], 1.5.2006
4. Interno gradivo podjetja Kovinoplastika Lož d.d.
5. Narodna banka Srbije: [URL: http://www.nbs.yu/english/5_3_2_2004.htm], 30.6.2005
6. Theforexsite: Kuna vs Dollar Chart: [URL: <http://www.theforexsite.com/hrk.php>], 30.6.2005
7. Urbanija Anamarija: Da se evro ne bi mahnil po lastnem nosu. [URL: <http://www.finance-on.net/show?id=38140&pool=gv>], 1.07.2002.
8. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99).

PRILOGE

1 SLOVARČEK KRATIC

<i>Kratika:</i>	<i>Angleški pomen:</i>	<i>Slovenski pomen:</i>
BAM	Bosnian Convertible Mark	konvertibilna marka
BDP	Gross domestic product	bruto domači proizvod
ECB	European Central Bank	Evropska centralna banka
ECU	European Currency Unit	enota evropske valute
EGS	European Economic Community	Evropska gospodarska skupnost
EMI	European Monetary Institute	Evropski monetarni inštitut
EMU	European Monetary Union	Evropska monetarna unija
ERM	Exchange Rate Mechanism	mehanizem deviznih tečajev
ERM II	Exchange Rate Mechanism 2	mehanizem deviznih tečajev 2
EU	European Union	Evropska unija
GBP	Great Britain Pound	angleški funt
HRK	Croatian kuna	hrvaška kuna
OCA	Optimal Currency Area	optimalno valutno območje
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development	org. za ekonomsko sodelovanje in razvoj
PPP	Purchasing Power Parity	pariteta kupnih moči
RS	Republic Slovenia	Republika Slovenija
SIT	Slovenian tolar	slovenski tolar
TOT	Terms of Trade	pogoji menjave
USD	United States dollar	ameriški dolar
USSR	Union of Soviet Socialist Republics	Sovjetska zveza
ZDA	United States of America	Združene države amerike

2 ANALIZA PO POSAMEZNIH DRUŽBAH

Kovinoplastika Beograd

Kovinoplastika Beograd je v preučevanem obdobju imela za 23,7 milijona SIT negativnih tečajnih razlik. Ocenjena izguba pri »forward 90« pa znaša 14 milijonov SIT. Pregled po letih kaže da bi v letu 2001 v primeru »forward 90« 18,3 milijonsko izgubo zmanjšali na le 2,3 milijona SIT. V letih 2003 in 2004 pa velja podobna ugotovitev kot pri skupni tabeli saj je bil ocenjeni strošek zavarovanja višji kot dejanska izguba.

Tabela 1: Skupni prihodki od tečajnih razlik ter ocena skupne izgube pri simuliranem termniskem zavarovanju »forward 90« v obdobju 2001-2004 za Kovinoplastiko Beograd

	NV trgovskega blaga (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik v %	Hipotetična izguba pri Forward 90 v 1000 SIT	Povprečni strošek termnskega posla v letu
2001	219.016	-18.381 SIT	-8,39%	-2.327 SIT	-1,06%
2002	280.327	-4.879 SIT	-1,74%	-3.329 SIT	-1,19%
2003	309.801	-333 SIT	-0,11%	-4.260 SIT	-1,38%
2004	298.312	-116 SIT	-0,04%	-4.102 SIT	-1,38%
Skupaj	1.107.456 SIT	-23.709 SIT	-2,14%	-14.017 SIT	-1,27%

Vir: Interno gradivo Kovinoplastike Lož d.d.

Gibanje tečajev je praktično nemogoče oceniti v kratkem roku. Na daljši rok pa lahko ocenimo smer gibanja tečaja. Glede na to da centralna banka Srbije in Črne Gore vzdržuje diskontno stopnjo na 8,5 %, medtem ko je diskontna stopnja ECB 3 %, lahko pričakujemo nadaljnjo depreciacijo dinarja na dolgi rok. Ob sedanjih diskontnih stopnjah je strošek »forward 90« 1,375% vrednosti zavarovanja. Glede na to, da ima Srbija in Črna gora slabo delujočo ekonomijo z neurejenimi makroekonomskimi razmerami ter da večja nihanja tečaja niso izključena, menim da je to sprejemljiva cena za zavarovanje pred valutnimi tveganji.

Kovinoplastika Zagreb

Značilno za gibanje HRK je (glej Priloga 3, slika 8.) da približno ohranja svojo vrednost proti evru. Ker ima hrvaška centralna banka nizko diskontno stopnjo in je povprečni strošek posameznega »forward 90« posla med 0,3% in 0,4% vrednosti posla menim, da je smiselno začeti uporabljati termnsko zavarovanje, ker je strošek majhen, večje apreciacije HRK pa ni realno pričakovati.

Tabela 2: Skupni prihodki od tečajnih razlik ter ocena skupne izgube pri simuliranem termniskem zavarovanju »forward 90« v obdobju 2001-2004 za Kovinoplastiko Zagreb

	NV trgovskega blaga (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik v %	Hipotetična izguba pri Forward 90 v 1000 SIT	Povprečni strošek termnskega posla v letu
2001	877.054	-4.229 SIT	-0,48%	-3.618 SIT	-0,41%
2002	1.039.260	-14.168 SIT	-1,36%	-1.949 SIT	-0,19%
2003	1.088.328	-6.011 SIT	-0,55%	-4.081 SIT	-0,38%
2004	1.070.426	5.527 SIT	0,52%	-4.014 SIT	-0,38%
Skupaj	4.075.068 SIT	-18.881 SIT	-0,46%	-13.662 SIT	-0,34%

Vir: Interno gradivo Kovinoplastike Lož d.d.

Alveus Romunija

Tabela 3: Skupni prihodki od tečajnih razlik ter ocena skupne izgube pri simuliranem termniskem zavarovanju »forward 90« v obdobju 2001-2004 za Alveus Romunija

	NV trgovskega blaga (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik v %	Hipotetična izguba pri Forward 90 v 1000 SIT	Povprečni strošek termnskega posla v letu
2001	138.674 SIT	-23.741 SIT	-17,12%	-12.134 SIT	-8,75%
2002	316.703 SIT	-53.429 SIT	-16,87%	-17.419 SIT	-5,50%
2003	340.634 SIT	-26.661 SIT	-7,83%	-13.625 SIT	-4,00%
2004	386.477 SIT	7.142 SIT	1,85%	-15.459 SIT	-4,00%
Skupaj	1.182.488 SIT	-96.689 SIT	-8,18%	-58.637 SIT	

Vir: Interno gradivo Kovinoplastike Lož d.d.

Na tem primeru je lepo razvidna nepredvidljivost gibanja tečajev. Romunska centralna banka je v letu 2004 nadaljevala politiko izjemno visokih diskontnih stopenj (21 % v letu 2004), vendar je kljub temu moč razbrati (glej priloga 3: sliki 5 in 6.) apreciacijo vrednosti RON v letu 2004, kar je v nasprotju z pričakovanji. Posledica tega so bili prihodki iz naslova tečajnih razlik v letu 2004 v višini 7,1 milijona SIT.

Zaradi visoke diskonte stopnje so bili pretekli stroški »forward 90« zavarovanja tudi do 8,75%. Po podatkih romunske centralne banke je trenutna diskontna stopnja le 8%, kar tudi močno poceni stroške termnskega zavarovanja. Pri trenutnih diskontnih stopnjah bi »forward 90« znašal 1,25% vrednosti posla. Dejstvo je, da preteklo gibanje ni porok za prihodnja gibanja tečajev. Romunski monetarni sistem trenutno doživlja velike spremembe. Diskontno stopnjo so v pol leta več kot prepolovili. Od 1.7.2005 je v državi tudi nova valuta RON.

V primeru da diskontna stopnja ostane na trenutni ravni, je sicer strošek termnskega zavarovanja relativno nizek, kljub temu pa menim, da bi bilo dobro uporabljati »forward 60« oziroma čim krajšo zavarovalno dobo ali pa zavarovati le del posla.

Alveus Poljska

Alveus Poljska je edina hčerinska družba vključena v analizo, kjer je skupno ocenjeni strošek »forward 90« večji od dejanske izgube zaradi negativnih tečajnih razlik. Tečaj poljskega zlota (glej priloge 3: sliki 1, 2) se je v zadnjih letih močno spreminjal. Tako bi v letih 2002 in 2003 z uporabo »forward 90« izgubo tečajnih razlik zmanjšali za kar 47,8 milijona SIT. V letih 2001 in 2004 pa bi bili stroški zavarovanja in izgubljeni prihodki pozitivnih tečajnih razlik 56,3 milijona SIT. Poljski zlot je v preteklosti močno nihal. Če bodo diskontne stopnje ostale na trenutni ravni je strošek posameznega »forward 90« posla 0,70 % vrednosti posla. Glede na dejstvo, da je bil poslovni izid v Alveus Poljska v prejšnji letih odvisen od gibanja tečajev (zaradi ugodnega gibanja tečaja čisti dobiček in obratno) menim, da je pri takem strošku smiselno začeti uporabljati terminska zavarovanja.

Tabela 4: Skupni prihodki od tečajnih razlik ter ocena skupne izgube pri simuliranem termniskem zavarovanju »forward 90« v obdobju 2001-2004 za Alveus Poljska

	NV trgovskega blaga (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik v %	Hipotetična izguba pri Forward 90 v 1000 SIT	Povprečni strošek termnskega posla v letu
2001	649.264 SIT	56 SIT	0,01%	-13.391 SIT	-2,06%
2002	744.199 SIT	-27.893 SIT	-3,75%	-7.516 SIT	-1,01%
2003	767.724 SIT	-32.706 SIT	-4,26%	-5.374 SIT	-0,70%
2004	810.268 SIT	37.095 SIT	4,58%	-5.672 SIT	-0,70%
Skupaj	2.971.455 SIT	-23.448 SIT	-0,79%	-31.953 SIT	-1,08%

Vir: Interno gradivo Kovinoplastike Lož d.d.

Alveus Češka

Tabela 5: Skupni prihodki od tečajnih razlik ter ocena skupne izgube pri simuliranem termniskem zavarovanju »forward 90« v obdobju 2001-2004 za Alveus Češka

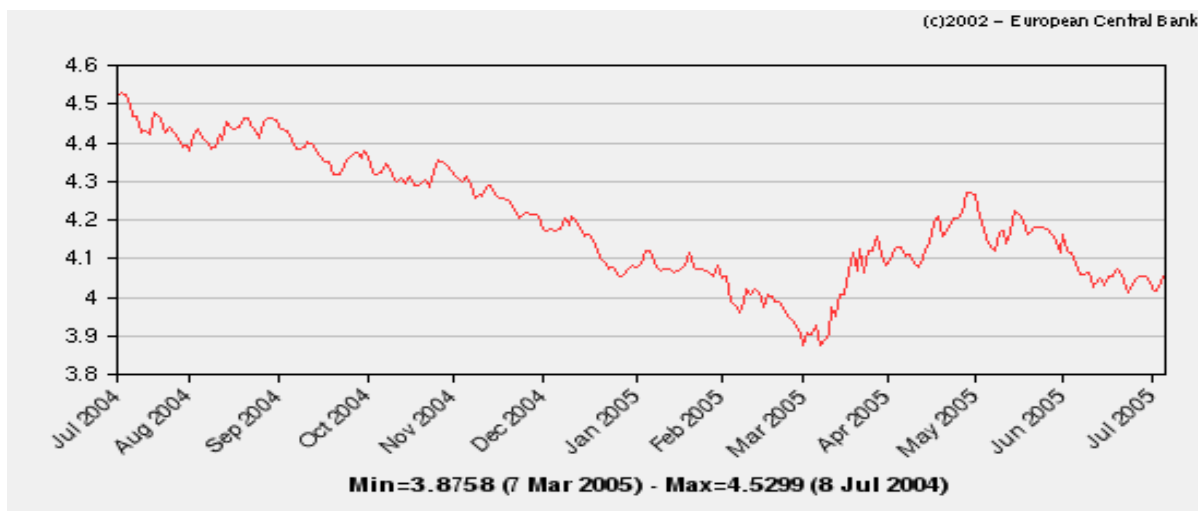
	NV trgovskega blaga (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik (1000 SIT)	Prihodki od tečajnih razlik v %
2001	87.873	4.328 SIT	4,93%
2002	94.512	13.363 SIT	14,14%
2003	81.106	9.464 SIT	11,67%
2004	74.562	8.409 SIT	11,28%
Skupaj	338.053 SIT	35.564 SIT	10,52%

Vir: Interno gradivo Kovinoplastike Lož d.d.

Alveus Češka uporablja planske tečaje. V realnosti naj bi bili dejanski prihodki od pozitivnih tečajnih razlik v podjetju okoli 10% prikazanih prihodkov. Češka centralna banka ima že četrto leto zapored nižjo diskontno stopnjo kot ECB. Glede na to, večjih sprememb v bližnji prihodnosti ni moč pričakovati zaenkrat uporaba terminskih poslov pri podjetju Alveus Češka ni potrebna.

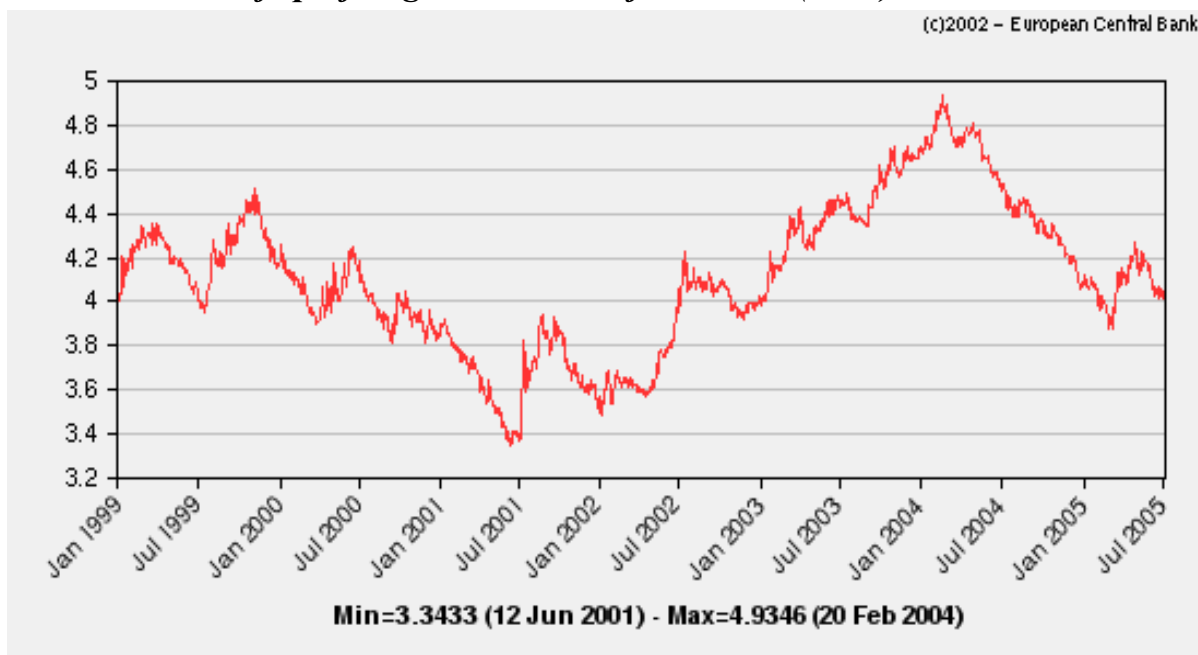
3 GRAFIČNI PREGLED GIBANJA VALUT

SLIKA 1: Gibanje poljskega zlota v zadnjih 365 dneh (PLN)



Vir: ECB, julij 2005

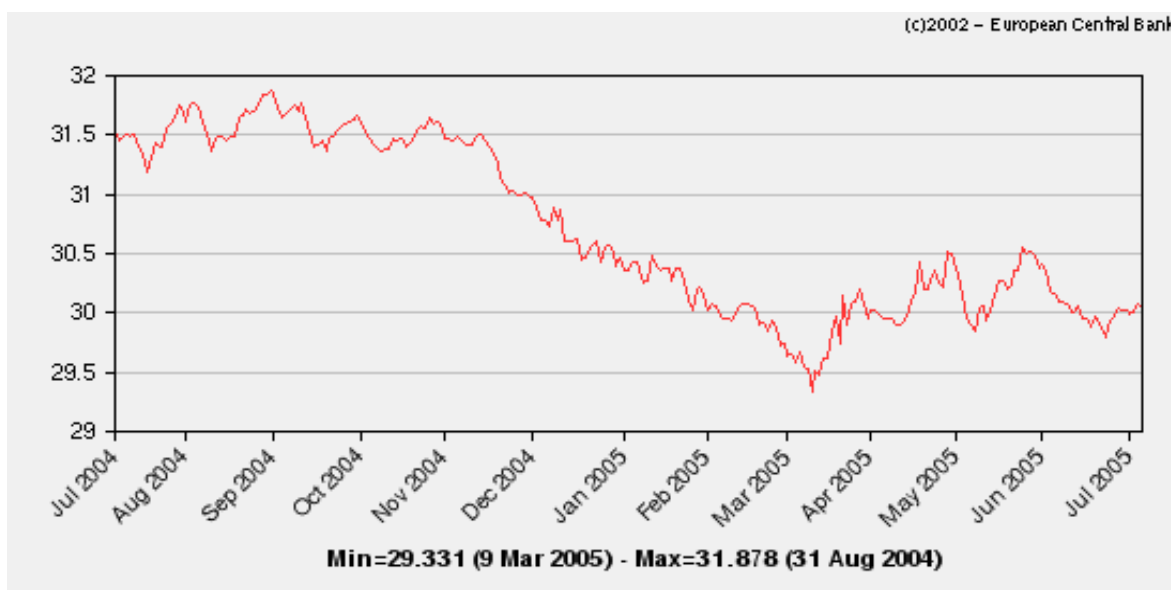
SLIKA 2: Gibanje poljskega zlota v zadnjih 5 letih (PLN)



Vir: ECB, julij 2005

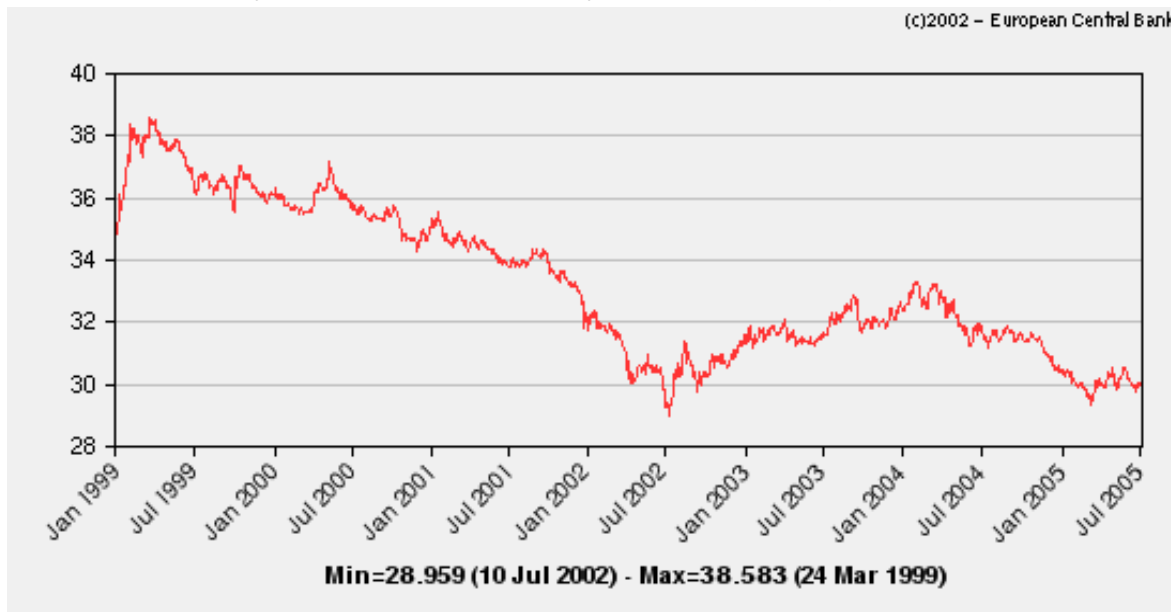
Poljski Zlot je proti evru v povprečju pridobival na vrednosti do junija 2001. Po tem se je trend obrnil v nasprotno smer in do januarja 2004 je valuta deprecirala za skoraj 50 %. Posledica tega je bila skupna dvoletna izguba zaradi tečajnih razlik v višini skoraj 80 milijonov SIT. V letu 2004 se je potem trend zopet obrnil in podjetje Alveus Poljska je v letu 2004 imelo 37 milijonov SIT prihodkov iz pozitivnih tečajnih razlik.

SLIKA 3: Gibanje češke Krone v zadnjih 365 dneh (CZK)



Vir: ECB, julij 2005

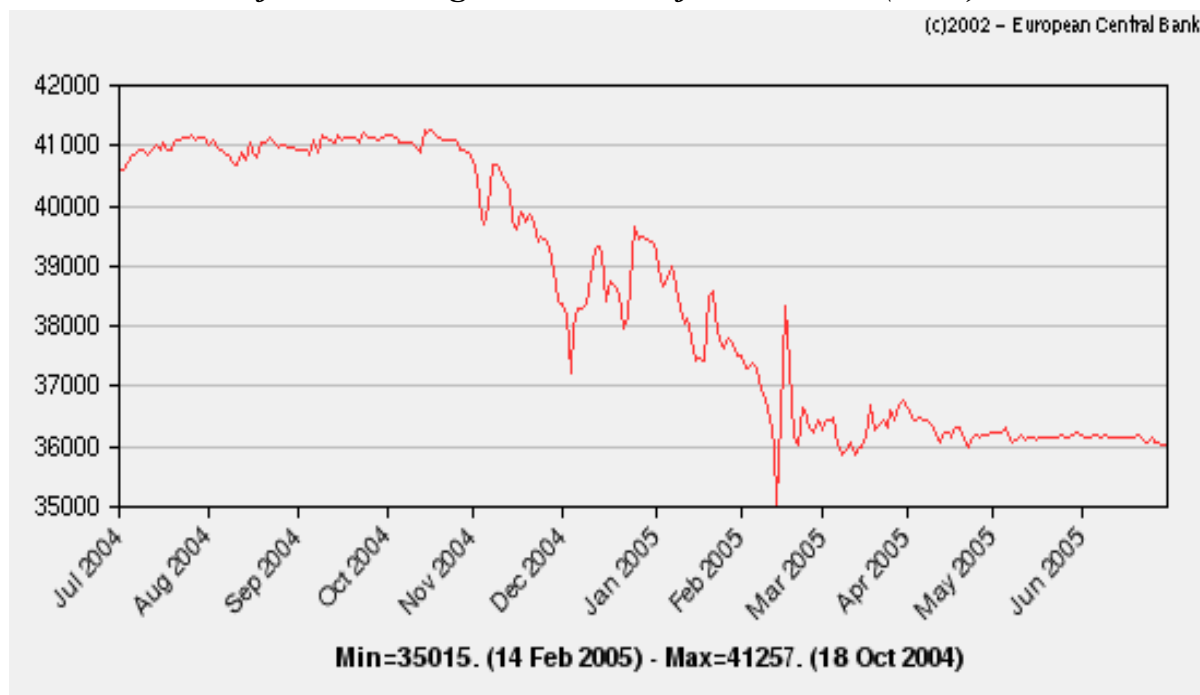
SLIKA 4: Gibanje češke Krone v zadnjih 5 letih (CZK)



Vir: ECB, julij 2005

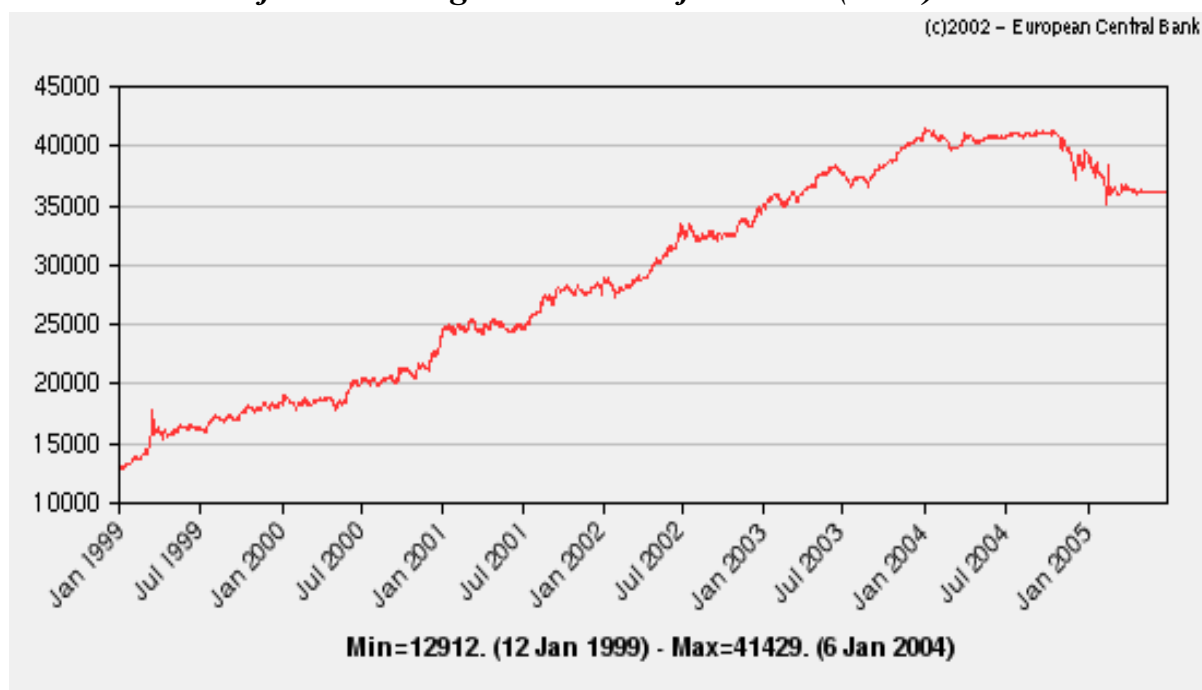
V obdobju zadnjih 5 let je bilo gibanje češke Krone ugodno za podjetje Alveus Češka, saj je valuta proti evru vseskozi rahlo apreciirala. Posledica tega so prihodki iz tečajnih razlik v višini 36 milijonov SIT v obdobju 2001-2004 in zanemarljiva izguba (manj kot 1 milijon). Potrebno je še poudariti, da so dejanski prihodki od tečajnih razlik v resnici manjši zaradi planskega načina obračuna v podjetju Alveus Češka d.d.

SLIKA 5: Gibanje romunskega Leva v zadnjih 365 dneh (ROL)



Vir: ECB, julij 2005

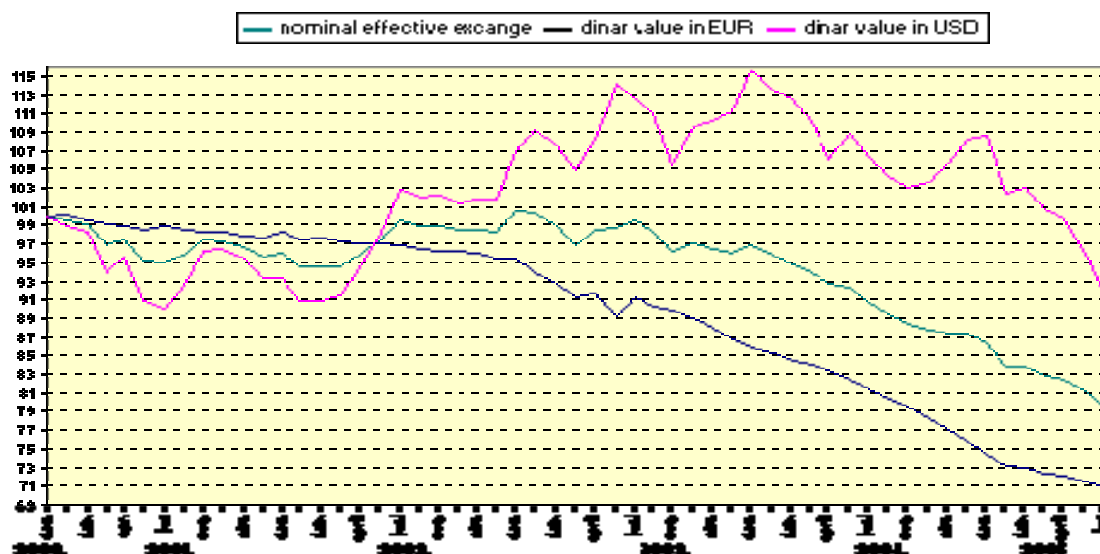
SLIKA 6: Gibanje romunskega Leva v zadnjih 5 letih (ROL)



Vir: ECB, julij 2005

Romunski Lev je znatno depreciriral. Posledica je izguba 96 milijonov SIT v obdobju 2001-2004. V zadnjem letu se je stanje rahlo popravilo. Od 1.7.2005 je v državi staro valuto zamenjal Novi romunski lev.

SLIKA 7: Indeks nominalnega menjalnega razmerja DIN

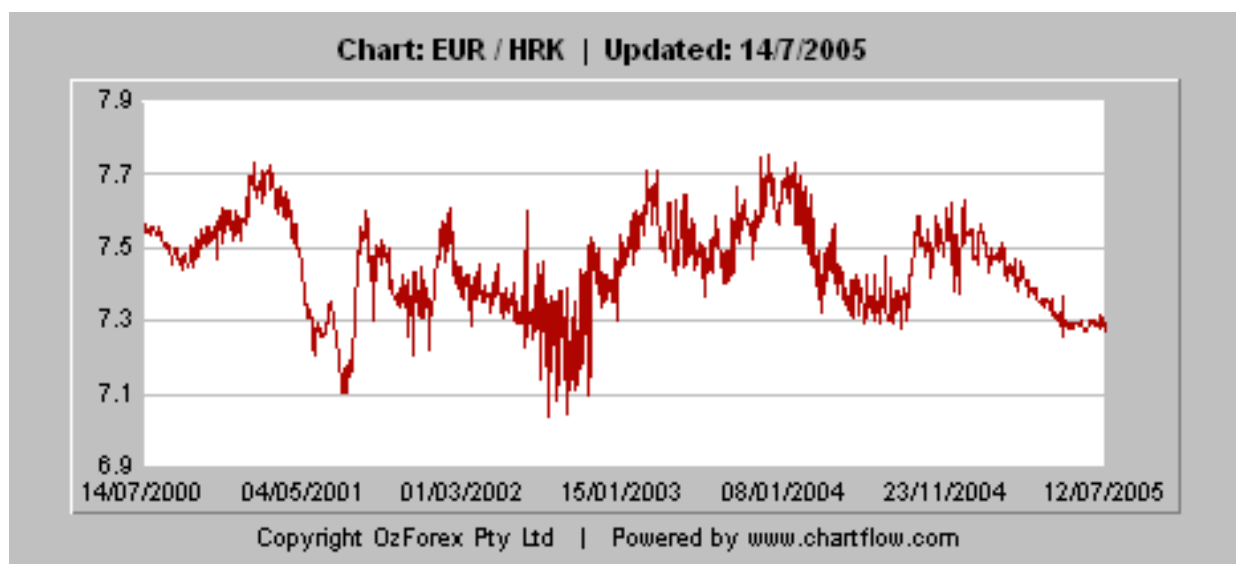


Vir: NBS, julij 2005

* Index below 100 implies a depreciation and above 100 an appreciation of the dinar.

Izguba podjetja Lož Beograd je v obdobju 2000 – 2004 znašala več kot 30 milijonov tolarjev zaradi negativnih tečajnih razlik. Iz slike je vidna deprecijacija dinarja v zadnjih petih letih pri čemer pa je potrebno poudariti, da gre za nominalno menjalno razmerje.

SLIKA 8: Gibanje hrvaške Kune v zadnjih 5 letih (HRK)



Vir: Theforexsite, julij 2005

V absolutnem smislu je hrvaška kuna proti evru približno ohranila svojo vrednost. Kljub temu je Kovinoplastika Zagreb d.d. v obdobju 2001-2004 ustvarila za 70 milijonov SIT prihodkov zaradi tečajnih razlik in 90 milijonov SIT izgube zaradi tečajnih razlik. Na tem primeru je lepo vidno, da lahko majhne relativne spremembe tečaja povzročijo velike absolutne spremembe v prihodkih in odhodkih.