

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

NINA NADLER

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA DEVIZNEGA POSLOVANJA
V SLOVENIJI**

Ljubljana, januar 2004

NINA NADLER

IZJAVA

Študentka Nina Nadler izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Boštjana Jazbeca in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD.....	5
2. SPLOŠNO O DEVIZNEM POSLOVANJU	6
2.1. POJEM DEVIZE IN VALUTE.....	6
2.2. VALUTNA KONVERTIBILNOST ALI ZAMENLJIVOST	7
2.3. DEVIZNI TEČAJ.....	9
2.4. DEVIZNI TRG.....	10
2.5. UDELEŽENCI IN UPORABNIKI INSTRUMENTOV NA DEVIZNEM TRGU	11
2.5.1. Centralne banke	12
2.5.2. Poslovne banke	12
2.5.3. Posamezniki in podjetja.....	13
2.5.4. Špekulanti.....	14
2.6. DEVIZNA POZICIJA	14
2.7. TEČAJNO TVEGANJE.....	15
2.8. MEDNARODNE DENARNE IN DEVIZNE REZERVE	17
3. INSTRUMENTI DEVIZNEGA POSLOVANJA	18
3.1. PROMPTNI INSTRUMENTI DEVIZNEGA POSLOVANJA	19
3.1.1. Spot.....	19
3.1.2. Valuta jutri in valuta danes.....	20
3.2. TERMINSKI INSTRUMENTI DEVIZNEGA POSLOVANJA.....	20
3.2.1. Nestandardizirane valutne terminske pogodbe (forward).....	21
3.2.2. Standardizirane valutne terminske pogodbe (futures)	21
3.2.3. Valutne opcije.....	22
3.3. KOMBINIRANI INSTRUMENTI DEVIZNEGA POSLOVANJA	23
3.3.1. Klasična valutna zamenjava (currency swap).....	23
3.3.2. Kombinacije med istovrstnimi instrumenti.....	24
3.3.3. Kombinacije med raznovrstnimi instrumenti	24
4. DEVIZNO POSLOVANJE V SLOVENIJI	24
4.1. RAZVOJ SLOVENSKEGA DEVIZNEGA TRGA	25
4.2. STRUKTURA DEVIZNEGA TRGA V SLOVENIJI	25
4.2.1. Podjetniški trg.....	26
4.2.2. Menjalniški trg.....	27
4.2.3. Devizni tečaji v Sloveniji	28
4.3. VLOGA BANKE SLOVENIJE NA DEVIZNEM TRGU	29
4.3.1. Naloge Banke Slovenije	29
4.3.2. Bližnji in končni cilji Banke Slovenije.....	29
4.3.3. Režim in politika deviznega tečaja	30
4.3.4. Instrumenti politike deviznega tečaja	32
4.3.5. Pogodba o sodelovanju banke in Banke Slovenije na trgih tujega denarja.....	35
4.4. PREGLED DOGAJANJA NA SLOVENSKEM DEVIZNEM TRGU OD LETA 1999 NAPREJ	36
4.4.1. Devizni trg in devizni tečaj.....	36
4.4.2. Uporaba instrumentov politike deviznega tečaja.....	41
4.4.3. Promet na slovenskem promptnem in terminskem deviznem trgu	46
4.4.4. Delovanje Banke Slovenije v letu 2003.....	47
5. SKLEP	47
6. LITERATURA.....	49
7. VIRI.....	50
SLOVARČEK TUJK	
PRILOGA	

1. UVOD

Slovenija je mlada država z malim gospodarstvom, zato je gospodarsko sodelovanje s tujino strateškega pomena. Za uspešno vodenje zunanje trgovine je potreben urejen in razvit devizni trg. Pospešena globalizacija sveta, širitev pomembnosti mednarodne trgovine in s tem prelivanje finančnih sredstev, so na široko odprli vrata razvoju finančne industrije. Z uvedbo prosto gibajočih se tečajev valut in z razvojem računalniške tehnologije je finančna industrija doživela še večji razcvet, finančniki pa postajajo vedno bolj inovativni.

Z osamosvojitvijo leta 1991 je Slovenija razglasila denarno osamosvojitvev in uvedla tolar kot slovenski denar. Pričela je razvijati svoj finančni sistem in tržno gospodarstvo, ki ob predpostavki učinkovitega delovanja pomembno vpliva na ekonomski gospodarski razvoj države. Dosegla je popolno monetarno suverenost, katero uživa še danes, z lastno centralno banko in z lastno valuto, ki omogoča vodenje samostojne deviznotečajne politike. Na podlagi Zakona o Banki Slovenije in Zakona o deviznem poslovanju je bila omogočena neodvisna denarna politika, ki je temeljila na uravnavano drsečem deviznem tečaju.

Namen diplomskega dela je podrobneje predstaviti glavne značilnosti slovenskega deviznega trga in dogajanje na njem od leta 1999 do danes. Ker ima pri tem zelo pomembno vlogo Banka Slovenije, kot slovenska centralna banka, bom podrobneje opisala njeno delovanje na deviznem trgu in instrumente, ki jih uporablja za doseganje zastavljenih ciljev.

Z diplomskim delom poskušam potrditi tezo, da je za majhno odprto gospodarstvo, kot je slovensko, zelo pomemben urejen in razvit devizni trg. Le-tako je lahko Slovenija dober ali vsaj primerljiv konkurent že dobro razvitim finančnim trgov.

Diplomska naloga je razdeljena na tri dele. Prvi del je namenjen splošnim značilnostim deviznega poslovanja. Tako opredelim pojem devize in valute, valutno konvertibilnost, devizni tečaj, devizni trg in njegove udeležence, devizno pozicijo, mednarodne denarne in devizne rezerve ter tečajno tveganje, kateremu so izpostavljeni vsi ekonomski subjekti na deviznem trgu.

V drugem delu podrobneje opišem instrumente deviznega poslovanja, s katerimi udeleženci deviznega trga trgujejo. Razdelim jih na promptne, terminske in kombinirane instrumente deviznega poslovanja.

Najpomembnejši del diplomske naloge je tretji del, v katerem podrobneje predstavim devizno poslovanje v Sloveniji. Na začetku opišem razvoj slovenskega deviznega trga od osamosvojitve dalje. Sledi opis strukture deviznega trga v Sloveniji in delitev le-tega na podjetniški in menjalniški trg. Na kratko opišem tudi devizne tečaje, ki se uporabljajo v slovenskem prostoru. Sledi podroben pregled vloge Banke Slovenije na deviznem trgu, njene bližnje in končne cilje, režim in politiko deviznega tečaja, ki jo je Banka Slovenije določila ob

osamosvojitvi, in instrumente, s katerimi vpliva na devizni tečaj in posredno na doseganje zastavljenih ciljev. Opišem tudi pogodbo o sodelovanju bank in Banke Slovenije na trgih tujega denarja, katere namen je skupno delovanje na trgih tujega denarja. Na koncu opišem dogajanje na slovenskem deviznem trgu od leta 1999 do danes. Znotraj tega poglavja opisujem gibanje deviznega tečaja, promet na promptnem in terminskem deviznem trgu in vlogo Banke Slovenije v teh letih. Za nazornejšo ponazoritev uporabim grafični in tabelarni prikaz.

V posameznih delih diplomske naloge vsebini dodam temo o približevanju Slovenije vstopa v Evropsko monetarno unijo in ERM2 (mehanizem evropskih menjalnih tečajev), kjer bo Slovenija morala narediti nekaj sprememb.

2. SPLOŠNO O DEVIZNEM POSLOVANJU

Zaradi različnih razlag in interpretacij posameznih pojmov deviznega poslovanja, ki so se v preteklosti pojavljale v literaturah, je potrebno že na začetku pojasniti, kaj se z določenim pojmom v diplomskem delu razume. Najprej bom opredelila pojem deviza, ki je predmet deviznega poslovanja in z njo povezanima pojma zamenljivosti in konvertibilnosti. Z devizami se trguje na deviznem trgu, kjer se srečujejo ekonomski subjekti, ki kakorkoli sodelujejo s tujino, in ki zaradi različnih razlogov trgujejo z devizami. Ker so ti ekonomski subjekti na deviznem trgu izpostavljeni tečajnemu tveganju, se zavarujejo z instrumenti deviznega poslovanja, ki pa jih bom podrobneje opisala v tretjem poglavju. Za lažje in boljše razumevanje operacij na deviznem trgu je pomembno tudi razumevanje pojmov: deviznega tečaja, devizne pozicije, devizne arbitraže ter mednarodnih denarnih in deviznih rezerv.

2.1. POJEM DEVIZE IN VALUTE

Pojem deviza je v literaturi različno opredeljen, vendar pa so si opredelitve podobne. Zakon o deviznem poslovanju RS (Uradni list RS, št. 23/99) v drugem odstavku 4. člena **devizo** definira kot »denarne terjatve do tujih bank«.

Veselinovič (1996, str. 27) opredeli devizo v ožjem smislu kot prvovrstno terjatev domačih bank do tujih bank, v smislu deviznih imetij na računih pri tujih bankah. V najširšem smislu pa je deviza vsaka terjatev do tujine, ki se glasi na tujo valuto, npr. tuji čeki, tuji vrednostni papirji.

»Deviza je namreč predvsem tuj denar. Deviza pa ni samo to. Pojem devize je praviloma širši. Obstajajo še druga imetja pri bankah v tujini – to so tista, ki jih tujci ne štejejo k denarju v obtoku. Praviloma morajo to biti bančne vloge na vpogled, ki pa jih tujci ne štejejo k denarju v obtoku, ali kratkoročne vezane vloge. Nadalje s k devizam štejejo še druge kratkoročne

terjatve do tujine, kakor so državni in drugi kratkoročni vrednostni papirji (menice, obveznice), če gremo še naprej, pridemo do vseh terjatev do tujine, vendar se devize ne pojmujejo tako široko, da bi obsegale vse tisto, kar država izkazuje v svojem »računu mednarodne zadolžitve« med aktivo in terjatvami« (Ribnikar, 1987, str. 8-11).

Kumar (2001, str. 221) pravi, da ko denar zapusti državno ozemlje, običajno postane last tujca, torej tujčeva denarno izražena terjatev do gospodarstva (centralne banke), ki je denar izdalo. Takšno terjatev praviloma imenuje deviza oziroma devizna terjatev.

Valuta pomeni več stvari, in sicer (Ribnikar, 1997, str. 3):

- denarni sistem z vidika, kako je določena vrednost denarne enote (npr. zlata, srebrna, vezana, papirna valuta),
- nacionalni denar (npr. slovenska valuta je tolar),
- tuja gotovina.

Valuto lahko v širšem smislu štejemo za devizo, vendar pa je treba razlikovati oba pojma. Deviza predstavlja terjatev do tujine, ki jo država v skladu s predpisi prizna kot devizo in jo sprejme kot plačilno sredstvo. Na drugi strani pa mora valuta to kvaliteto šele pridobiti z vplačilom valute v korist »nostro« računa v tuji banki (Vrsaljko, 1982, str. 291).

Tako lahko devizo opredelimo kot tuj denar, s katerim domača oseba razpolaga v tujini (npr. evri, s katerimi Slovenci razpolagajo v Nemčiji) in valuto kot tuj denar, s katerim domača oseba razpolaga v svoji državi (npr. evri, s katerimi Slovenci razpolagajo v Sloveniji).

2.2. VALUTNA KONVERTIBILNOST ALI ZAMENLJIVOST

Kot sem že omenila je s pojmom deviza neposredno povezana njena konvertibilnost oziroma zamenljivost. Pojem konvertibilnosti srečujemo v zvezi z denarjem ali z drugimi oblikami finančnega premoženja. Pomeni prosto zamenljivost ene vrste denarja ali finančnega premoženja v drugo vrsto denarja ali finančnega premoženja. Pojem zamenljivosti se spreminja z razvojem denarja od neposredne zamenljivosti za zlato v času zlatega standarda, pa vse do medsebojne zamenljivosti valut brez posebne vloge zlata (Rant, 1996, str. 3).

Po določenih statuta Mednarodnega denarnega sklada (International Monetary Fund) pomeni konvertibilnost za državo obveznost kupovati denar, ki ga imajo druge države v njeni valuti, če jih le-ta potrebuje za tekoča plačila in so se v drugi državi natekla iz istega naslova. To je nekakšna tržna zamenljivost in hkrati zunanja in notranja, ker velja tako za domače kot tuje osebe. Prav tako ne sme biti nobenih omejitev za tekoče transakcije, multiplih tečajev ali diskriminacijskih valutnih sporazumov.

Tržna konvertibilnost temelji na prosti trgovini blaga, storitev in prostih mednarodnih plačilih ter poteka na prostih deviznih trgih. Gre za zamenljivost po tečaju, ki velja na deviznem trgu v trenutku, ko se želi opraviti menjava. Lahko rečemo, da gre za multilateralni sistem mednarodnega plačevanja, ker se lastniku določene konvertibilne devize dovoli zamenjati kjerkoli v svetu za katerokoli drugo valuto (Ribnikar, 1985, str. 28-30).

Poleg tržne konvertibilnosti pa se v praksi srečujemo tudi s pojmom notranje in zunanje konvertibilnosti, ki ločujeta med zamenljivostjo domačega denarja, veljavno za rezidente, in zamenljivost, veljavno tudi za nerezidente. Pomembna je predvsem zunanja konvertibilnost (v uporabi po letu 1978), ki jo podrobneje opredeljuje Mednarodni denarni sklad (v nadaljevanju MDS). Zunanja konvertibilnost določene valute pomeni, da je država v vsakem trenutku sposobna odkupovati presežke svoje valute v rokah nerezidentov, pri čemer so se le-ti natekli iz naslova tekočih transakcij. Zunanja zamenljivost valute je pomembna predvsem pri vstopanju države v multilateralen sistem mednarodnega plačevanja. Formalni prestop v zunanjo konvertibilnost po pravilih MDS je meja, ob kateri država izgubi možnost samostojnega administrativnega poseganja v tekoče plačevanje s tujino (Rant, 1996, str. 3).

Klasična notranja konvertibilnost kot obveza emisijske banke, da zamenja domač denar v devize po trenutnem deviznem tečaju na zahtevo domačinov, ne obstaja več v nobeni državi. V državah, ki imajo doseženo dejansko zunanjo nekonvertibilnost, deluje devizni trg, kjer lahko domačini za nacionalni denar prodajajo in kupujejo potrebne devize. Zamenjava v devize pri centralni banki za domačine torej praviloma ni mogoča niti ni potrebna (Kumar, 2001, str. 228).

Če želi država uspešno uvesti in ohraniti zunanjo konvertibilnost, mora izpolnjevati naslednje pogoje (Kumar, 2001, str. 229):

- imeti zadostno devizno rezervo,
- imeti uravnoteženo plačilno bilanco na dolgi rok,
- imeti razviti devizni trg,
- imeti dober denar, kar pomeni dovolj stabilno notranjo vrednost denarja.

Smisel konvertibilnosti je med drugim tudi v zmanjševanju transakcijskih stroškov plačil v mednarodnem plačevanju obveznosti. Vendar to velja le za večje države, medtem ko za manjše praviloma takih prednosti ni. Seveda pa je poglobljena prednost konvertibilnosti v tem, da omogoča rast mednarodne menjave na temelju odločitev neposrednih akterjev menjave. O izbiri plačilnih pogojev na trgih, na katerih prodajajo, odločajo sami, brez vpletanja državne administracije (Rant, 1996, str. 3).

Konvertibilnost ni le formalno dejanje, saj jo morajo priznati, sprejeti in se po njej ravnati tudi druge države. Članstvo v MDS pri pogoju, da deluje devizni trg, olajša uvedbo in ohranitev konvertibilnosti (Kumar, 2001, str. 229).

2.3. DEVIZNI TEČAJ

Vsaka mednarodna trgovinska transakcija je sestavljena iz dveh delov: nakupa valute in nakupa blaga ali storitve. Če želi uvoznik iz države A uvoziti blago iz države B, mora kupiti poleg blaga tudi valuto te države. Prav tako velja to za uvoznika iz države B. Tako se v mednarodni menjavi oblikujejo cene blaga in storitev kot tudi cene posameznih valut (Mrak, 1994, str. 13).

Devizni tečaj je relativna cena dveh valut, kjer izrazimo ceno ene valute v drugi valuti – pokaže, koliko enot domače valute je potrebno dati za enoto tuje valute. Devizni tečaj je torej potrebno število enot denarja ene države za nakup enote denarja druge države. Kadar je devizni tečaj določen z nakupom in prodajo, torej na trgu, je to tržni devizni tečaj in s tem cena devize. V državah, kjer devizni trg ni dobro razvit, je devizni tečaj državno določeno razmerje menjave državnega denarja za tuj denar. Vendar pa je držav s slabo razvitim deviznim trgom vse manj (Kumar, 2001, str. 223).

Devizni tečaj, torej vrednostno razmerje med dvema valutama, izražamo na dva načina:

- neposredna ali direktna kotacija: X enot domače valute za eno enoto tuje valute (npr. 235 SIT za 1 €);
- posredna ali indirektna kotacija: X enot tuje valute za eno enoto domače valute (npr. 1 SIT za 0,55 JPY).

Kotacija izraža pripravljenost za trženje (nakup ali prodajo) po objavljenih tečajih (nakupnih ali prodajnih). Neposredna kotacija je najpogostejši način izražanja medvalutnih razmerij, medtem ko je posredna kotacija značilna za države Commonwealtha (Velika Britanija, Avstralija, Kanada, Malta, Nova Zelandija in druge).

Na dejansko višino deviznega tečaja vplivajo različni dejavniki. Ločimo (Mrak, 1994, str. 13):

- Objektivni dejavniki – povpraševanje po devizah na deviznem trgu (uvoz blaga in storitev iz tujine, investicije v tujino, posojila in transferji v tujino) in ponudba deviz na deviznem trgu (izvoz blaga in storite, tuje investicije v državo in transferji iz tujine);
- Subjektivni dejavniki – temeljni tržni trendi, časovna neusklajenost med plačili za izvoz in uvoz, pogajalske spretnosti udeležencev v zunanji trgovini, tržna pričakovanja glede terminkih tečajev, špekulativno gibanje kapitala zaradi političnih, gospodarskih in družbenih okoliščin, sprememba pogojev na denarnem in finančnem trgu ter fiskalni in monetarni ukrepi, ki jih vlade sprejemajo zaradi nadzora nad tečaji.

Zaradi vseh teh dejavnikov je gibanje tečajev zelo težko napovedovati. Za predvidevanje gibanj deviznih tečajev obstaja v svetu veliko računalniških modelov, ki omogočajo obdelavo neomejenega števila spremenljivk. Vendar se kljub temu na deviznih trgih pogosto zgodi kaj, česar tudi strokovnjaki niso mogli vnaprej predvideti. Zato je trditev Wermutha in

Ochynskega, da »noben računalniški model ne more nadomestiti izkušenj dobrega trgovca na deviznem trgu«, popolnoma na mestu.

Glede na višino deviznega tečaja posamezniki in podjetja presojujejo, kaj je v njihovi državi glede na tujo, relativno poceni, in kaj relativno drago. Devizni tečaj je pokazatelj stanja gospodarstva in kupne moči domače valute relativno v primerjavi s tujo državo. Sprememba deviznega tečaja vpliva na ceno uvoza, rentabilnost izvoza, na rentabilnost proizvodnje nadomestkov in tudi na domače cene izvoznih dobrin. Posredno tako vpliva na spremembe relativnih cen, s tem pa na prerasdelitev narodnega dohodka, na ponovno porazdelitev ekonomskih resursov in na hitrost gospodarskega razvoja (Mrak, 1994, str. 13).

Previsok devizni tečaj (devalvacija v sistemu trdnega deviznega tečaja oziroma depreciacija v sistemu drsečega deviznega tečaja) pomeni, da so tuji proizvodi v domačem denarju dražji, izvozni proizvodi pa, ob enakih deviznih cenah v tujini, več vredni v domačem denarju. V primeru prenizkega deviznega tečaja (revalvacija v sistemu fiksnega deviznega tečaja oziroma apreciacija v sistemu drsečega deviznega tečaja), pa so tuji proizvodi v domačem denarju cenejši in za nas bolj ugodni, izvoženi proizvodi pa zato manj vredni.

2.4. DEVIZNI TRG

Trgovanje z devizami poteka na deviznem trgu. Devizni trg je sestavljen iz mreže poslovnih povezav med finančnimi institucijami, ki imajo sedeže na različnih krajih in državah. S pomočjo finančnih instrumentov in finančnih tokov se zagotavlja porazdelitev razpoložljivih deviznih sredstev med tistimi, ki po devizah povprašujejo bodisi za plačilo uvoza bodisi za shranjevanje kot premoženje za prihodnje transakcije, in tistimi, ki le-te ponujajo. Gre za prenos presežnih sredstev od tistih, ki imajo presežke, k tistim, ki imajo primanjkljaj.

Na deviznih trgih poteka nakup in prodaja deviz po določenih deviznih tečajih z namenom, da se priskrbijo določene valute za plačila v tujino, zamenjave ene valute v drugo z namenom zavarovanja pred tečajnimi tveganji, zamenjave valut zaradi deviznega zaslужka, usklajevanje ponudbe in povpraševanja po devizah, uravnavanje deviznih tečajev ob pomoči intervencij finančnih institucij in drugo (Mrak, 1994, str. 12).

Na deviznem trgu ne gre za fizičen prostor, kjer bi se srečevali ponudniki in povpraševalci po devizah, temveč gre za nekakšen imaginarni skupek vseh informacijskih sistemov in zvez, ki se ustvarjajo med posameznimi udeleženci deviznih trgov. Gre za trg, ki ga praktično sestavlja mreža telefonskih, elektronskih in kabelskih povezav in ne »big board« kot to poznamo pri borzi. Primeri informacijskih sistemov, preko katerih trgujejo devizni trgovci so prikazani v prilogi 3, 4, in 5. Trgovanje z devizami ne pozna delovnega časa, saj poteka trgovanje 24 ur na dan. Trg se vsak dan najprej odpre v Novi Zelandiji in Avstraliji, se nadaljuje v Aziji (Tokio, Hong Kong, Singapur), nato v državah Bližnjega vzhoda, v Evropi

ter se preseli v Združene države, kjer se zaključijo na zahodni obali. Ob tem času pa se zopet odpirajo trgi v Avstraliji in tako je krog sklenjen. Trgovanje poteka ves teden nepretrgoma (razen sobote in nedelje), večje svetovne banke, ki imajo svoje podružnice v vseh delih sveta pa praktično poslujejo in spremljajo tržna dogajanja 24 ur na dan. Štirje največji svetovni dealing centri so: London (32% tržnim deležem), New York (18%), Tokio (8%) in Singapur (7%) (A Quick Introduction to the Foreign Exchange Market, 2003).

Na deviznem trgu se opravljajo transakcije z različnimi nacionalnimi valutami in sicer tako, da se ena valuta zamenja (konvertira) v drugo. Pri teh poslih gre vedno za bodisi istočasno bodisi terminsko prodajo prve valute in nakup druge valute oziroma obratno. Predmet trgovanja na deviznih trgih (foreign exchange markets) so torej devize (foreign exchange ali na kratko forex). Ena temeljnih nalog deviznega trga je povezovati nacionalna tržišča, na katerih se ponudba in povpraševanje po devizah ne bi mogla vedno ujemati (Zbašnik, 1999, str. 135).

2.5. UDELEŽENCI IN UPORABNIKI INSTRUMENTOV NA DEVIZNEM TRGU

Pogoj za nastanek in delovanje deviznih trgov so subjekti, ki pa zaradi velikega obsega transakcij ne morejo s svojim lastnim obsegom transakcije vplivati na ceno in količino. Uporabniki instrumentov deviznega in mednarodnega kreditnega poslovanja so lahko vsi ekonomski subjekti, ki kakorkoli sodelujejo pri zunanjetrgovinskem poslovanju s tujino oziroma z območjem druge valute (Veselinovič, 1991, str. 15).

Uporabnike instrumentov deviznega in mednarodnega kreditnega trgovanja lahko razdelimo na (Veselinovič, 1991, str. 16):

1. Finančne organizacije:

- centralne banke,
- poslovne banke,
- nekateri drugi finančni posredniki (druge finančne organizacije).

2. Komitente finančnih organizacij:

- podjetja,
- zasebne osebe (državljeni),
- drugi komitenti (različne vladne ustanove, skladi, politične organizacije in podobno).

Na deviznem trgu se pojavljajo neposredni in posredni udeleženci. Finančne organizacije (centralna banka, poslovne banke in nekateri drugi finančni posredniki) ter izjemoma velike multinacionalke so neposredni udeleženci deviznega poslovanja. Ostali udeleženci deviznega poslovanja so posredni, ki sicer uporabljajo instrumente deviznega poslovanja, vendar preko

svojih poslovnih bank v svojem imenu in na račun svojih komitentov (in tudi na svoj račun) sklepajo posle na deviznih in kreditnih trgih (Veselinovič, 1991, str. 16).

Poleg omenjenih ekonomskih subjektov pa se na trgih pojavljajo tudi nebančni posredniki (brokerji), ki so udeleženci trgov, niso pa uporabniki instrumentov. To pomeni, da poslujejo v tujem imenu in za tuj račun. Za svoje delo dobijo posebno posredniško provizijo, ki je določena z odstotkom od zneska, ki ga posredujejo. Poslovanje preko posrednikov – brokerjev je razvito predvsem v ZDA in Veliki Britaniji, pri nas pa je ta poklic povezan samo s trgovanjem vrednostnih papirjev. Njihova temeljna naloga je, da posredujejo med številnimi ponudniki in povpraševalci po vsem svetu, prav tako pa dajejo informacije o tržnih dogajanjih (so nekakšni indikatorji tržnih sprememb) ter zmanjšujejo stroške stikov med zainteresiranimi partnerji. Velika prednost brokerstva se kaže predvsem pri »zaščiti« majhnih strank (bank), saj le-te ostanejo anonimne (za sklenjen posel vesta le ponudnik in povpraševalec) (Veselinovič, 1991, str. 19).

2.5.1. Centralne banke

Vloga centralne banke je, da s posebnimi instrumenti (operacijami) vodi in usklajuje planirano monetarno politiko. Dolžna je skrbeti za stabilnost in v razvitem svetu tudi konvertibilnost nacionalne valute. To pomeni, da če je potrebno, lahko (nenapovedano) intervenira na (nacionalnem) deviznem trgu z namenom, da se vpliva na devizni tečaj. Do intervencij pride zaradi večih razlogov, skupno pa jim je, da povzročajo neravnotežja v monetarnem in celotnem gospodarskem sistemu države. Centralna banka lahko z intervencijami vpliva na višino obrestnih mer, tečaje valut, količino domačega ali tujega denarja v obtoku, prav tako pa ureja večino predpisov, ki zadevajo poslovanje na deviznem in kreditnem trgu. V zasledovanju svojih ciljev, lahko centralna banka uporablja praktično vse vrste instrumentov deviznega in kreditnega poslovanja (Veselinovič, 1991, str. 17).

2.5.2. Poslovne banke

Glavni namen poslovnih bank na deviznem trgu je ustvarjati dobiček, ki ga v največji meri dosejajo z maržami (spreadi), t.j. z razliko med nakupnim in prodajnim deviznim tečajem. Banke namreč delujejo na medbančnem in na »maloprodajnem« tržišču, kjer kupujejo devize po nakupni (bid) ceni in prodajajo po prodajni (ask, offer) ceni. Ni potrebno posebej poudarjati, da je nakupna cena nižja od prodajne, vse večja konkurenca med deviznimi posredniki pa je zelo pripomogla k vse manjši razliki med njima. Na teh trgih delujejo majhne, srednje in velike banke, razlike med njimi pa se kažejo v tem, da so velike banke vedno pripravljene kupovati ali prodajati devize po kotirani (bid ali ask) ceni. Tem bankam rečemo, da so oblikovalci trga oziroma »market makerji«. Majhne in srednje banke pa sodelujejo na deviznem trgu v skladu s svojimi (lastnimi) potrebami oziroma krijejo potrebe

svojih komitentov, vendar pa niso vedno pripravljene odkupiti oziroma prodati večjih vsot deviz po trenutnih tržnih cenah. Te banke imenujemo »market takerji«.

Poslovne banke trgujejo z devizami v svojem imenu in na svoj račun ter v svojem imenu na račun svojih komitentov. Banka oziroma devizni trgovec (dealer), ki je zaposlen v banki, lahko v imenu banke trguje z devizami na bančni račun ali pa na tuj račun – račun komitenta, podjetja, od katerega pride naročilo za transakcijo. Kadar gre za trgovanje na bančni račun, lahko devizni trgovec na trgu kupuje ali prodaja devize bodisi zaradi »kratke« ali »dolge« devizne pozicije banke bodisi iz špekulativnih namenov (pridobiti posebne dobičke na tečajnih razlikah). Kadar pa gre za trgovanje na tuj račun, devizni trgovec v imenu banke na trgu kupuje oziroma prodaja devize za komitente (podjetja), katerih devizne transakcije največkrat izvirajo iz njihove zunanjetrgovinske dejavnosti. Nemalokrat so tudi ti posli špekulativnega značaja, česar banka ob sklenitvi posla ne more vedeti. Prav zaradi tega je poglavitno, da banka redno spremlja poslovanje in uspešnost (boniteto) svojih komitentov ter se tudi z različnimi instrumenti zavaruje proti primerom, ko se izkaže, da za transakcije na komitentovemu računu ni kritja (taka zavarovanja so bolj značilna za terminske posle).

Ker tečaji na svetovnih deviznih trgih med valutami praktično nikoli ne mirujejo, se kotacije nakupa in prodaje posamezne valute zelo pogosto spreminjajo (ob »divjem« trgu lahko celo vsako sekundo). Pri sklepanju deviznih poslov je zato zelo pomembno, da sta obe stranki prisebni (zbrani) ter hitri, saj ko je posel enkrat sklenjen, do sprememb ali celo stornacije posla ne more priti.

Čeprav se tečaji valut na trgih nenehno gibljejo, banke predvsem zaradi olajšanja mednarodnih plačil in različnih obračunavanj kreditov z devizno klavzulo, dnevno fiksirajo tečaje (tečajne liste), ki pa ravno zaradi že omenjenega niso zavezujoči, oziroma veljajo do določenega zneska. Klasične tečajne liste objavljene v finančnih časnikih so tako z vidika deviznega trgovanja že zgodovina.

2.5.3. Posamezniki in podjetja

Podjetja in posamezniki (fizične osebe) se na deviznih trgih pojavljajo zaradi komercialnih ali kapitalnih transakcij ter zaradi odpravljanja valutnih tveganj. Le-ti lahko preko posredovanja poslovnih bank ali nebančnih finančnih ustanov pridejo v stik z instrumenti deviznega trga. Pri podjetjih se pretežni del poslov nanaša na devizne transakcije, ki izvirajo iz njihove zunanjetrgovinske dejavnosti (izvozniki prodajajo devize, uvozniki jih kupujejo). S pomočjo terminskih instrumentov, ki so danes že nujna ponudba vsake poslovne banke, si lahko podjetja fiksirajo določen devizni tečaj za nedoločen čas vnaprej in se s tem ustrezno zavarujejo pred valutnim tveganjem. Poslovanje s posamezniki je ponavadi omejeno na manjše zneske in pretežno gotovino (menjava deviz za turistične namene). Pogoj, da posamezniki lahko nastopajo kot uporabniki instrumentov deviznega poslovanja je, da so

tovrstni posli v državi dovoljeni ter, da obstaja razvit finančni in devizni trg (Veselinovič, 1991, str. 18).

2.5.4. Špekulanti

Poleg omenjenih udeležencev se na deviznem trgu pojavljajo še špekulantje, ki so pomemben dejavnik na deviznem trgu, saj s svojim ravnanjem omogočajo boljšo likvidnost trga. Špekulanti in arbitražniki pravzaprav niso nobena posebna skupina trgovcev z devizami, lahko so eni od že omenjenih udeležencev, predvsem so to komitenti bank in banke same. Posredniki ne morejo biti špekulanti, ker ne trgujejo v svojem imenu. Špekulant je tisti, ki prevzeme tveganje od tistih, ki se želijo pred njim zaščititi. Osnovni cilj špekulantov je doseganje dobička, v ozadju njihovih transakcij pa ni nobenih blagovnih, storitvenih ali finančnih tokov (Veselinovič, 1985, str. 63). Njihov edini cilj je, da s tveganimi deviznimi ali kreditnimi operacijami dosežejo profit. Profit je nagrada za prevzem tveganja in špekulant ga uresniči, ko se potrdijo njegova pričakovanja o bodočih dogodkih in ne pričakovanja trga.

Špekulacija se od arbitraže loči po tem, da gre pri izvajanju devizne arbitraže za iskanje dobička na podlagi razlik v tečaju med posameznimi trgi v svetu ali časovnimi obdobji. Prvotno je šlo za izkoriščanje razlik v cenah deviz na različnih deviznih tržiščih, saj pri kupovanju deviz na trgu, kjer je le-ta poceni in sočasno prodajanje, kjer je dražja, ne obstaja praktično nobenega tveganja. Vendar pa dandanes predvsem zaradi globalizacije (največ v smislu elektronskih povezav), do takšnih nesorazmerij med trgi praktično ne more več priti. Čeprav imajo morda špekulanti in arbitražniki na prvi pogled negativen predznak, pa le-ti zelo koristijo delovanju deviznih in kreditnih trgov, saj s tem, ko se »postavljajo« na nasprotno stran, ustvarjajo likvidnost in globino trga.

2.6. DEVIZNA POZICIJA

Največjo vlogo pri samem poslovanju oziroma trgovanju z devizami posamezne poslovne banke igra devizna pozicija banke. Devizna pozicija je evidenca in izračun vseh deviznih obveznosti in terjatev banke, torej neto izračun terjatev in obveznosti do tujine. Z drugimi besedami lahko devizno pozicijo opišemo kot vrednost stanj na deviznih računih banke pri tujih bankah na določen dan. Praviloma mora biti to stanje pozitivno, ki je odvisno od pritokov in odtokov na te račune, kar jasno pomeni, da mora biti skupna vrednost pritokov večja od skupne vrednosti odtokov, oziroma da ima banka do tujine več terjatev kot obveznosti. Vsaka banka vodi devizno pozicijo po posameznih valutah, zaradi česar tudi pride do uporabe različnih instrumentov deviznega poslovanja, saj se pri teh stanjih pri posameznih valutah ugotavljajo bodisi presežki bodisi primanjkljaji (Veselinovič, 1991, str. 21).

Pri odprti devizni poziciji je banka izpostavljena tečajnemu tveganju, ker tuja aktiva in pasiva nista usklajeni z isto tujo valuto. V tem primeru mora poslovna banka izravnati pozicijo z nakupom ali prodajo deviz zaradi uskladitve obveznosti in terjatev v tuji valuti. Kadar gre za presežke, govorimo o dolgi devizni poziciji (long position) posamezne valute, kadar pa gre za primanjkljaje, pravimo, da ima banka kratko devizno pozicijo (short position). V primeru zaprte devizne pozicije, banka ni izpostavljena tečajnemu tveganju, saj so terjatve in obveznosti v tuji valuti izravnane.

»Banka ima kratko devizno pozicijo, če je vsota aktivnih bilančnih postavk v tujem denarju manjša od vsote pasivnih bilančnih postavk v tujem denarju. Banka pa ima dolgo devizno pozicijo, če je vsota aktivnih bilančnih postavk v tujem denarju večja od vsote pasivnih bilančnih postavk v tujem denarju« (Jernejčič, 1999, str. 21).

2.7. TEČAJNO TVEGANJE

Ko govorimo o deviznem poslovanju ne moremo mimo tveganja, s katerim se soočajo udeleženci na deviznem trgu. Najpogosteje se pri deviznem poslovanju vsake države pojavlja tečajno tveganje (valutno tveganje ali tveganje spremembe deviznega tečaja), ki predstavlja največjo in stalno nevarnost za vsakega udeleženca v deviznem poslovanju.

»Z valutnim tveganjem na splošno razumemo nevarnost spremembe deviznega tečaja v obdobju od trenutka nalaganja do vrnitve kapitala, naloženega v tujo valuto« (Prohaska, 1991, str. 190). Temu tveganju so izpostavljene finančne institucije, ki imajo sredstva in obveznosti denominirane v različnih valutah, pomeni pa izpostavljenost spremembi deviznih tečajev na deviznem trgu. Posledice nepričakovanih sprememb deviznega tečaja določene valute se kažejo v obliki dobička ali izgube pri deviznem tečaju. Te spremembe imenujemo deprecijacija ali apreciacija v sistemu drsečega deviznega tečaja oziroma devalvacija ali revalvacija v sistemu trdnega deviznega tečaja. Če so, na primer, sredstva denominirana v EUR, obveznosti pa v GBP, bi v primeru deprecijacije EUR vrednost sredstev ne zadostovala več za pokritje obveznosti v GBP.

Pri tečajnem tveganju so prav tako pomembne dolge in kratke pozicije po posameznih valutah, ki pomenijo odprtost pozicije in tveganje v višini odprtosti, saj ne vemo vnaprej, ali bo vrednost posamezne valute naraščala ali padala. Če je banka, na primer, kratka v EUR za GBP, bo ob naraščanju tečaja EUR/GBP trpela kapitalsko izgubo, saj bo EUR pridobival na vrednosti in bo potrebovala več GBP za enoto EUR. V primeru padanja tečaja EUR/GBP, pa bo banka pridobivala, saj bo za zaprtje svoje kratke pozicije potrebovala manj GBP za vsoto EUR, ki jo je na začetku prodala.

Poglejmo si še, kako sprememba deviznega tečaja vpliva na uvoznike in izvoznike. Za izvoznika je nevarno povečanje domače valute, saj pomeni manjši iztržek v svoji valuti, kot je

bilo ob sklenitvi posla načrtovano. Ravno obratno velja za uvoznika, ki mora ob zmanjšanju vrednosti domače valute, uvoženo blago plačati več, kot je sprva načrtoval.

Sprememba deviznega tečaja določene nacionalne valute je posledica ukrepov države pri uresničevanju določene gospodarske politike. Običajno država pospešuje izvoz in zavira uvoza. Ko pride do spremembe deviznega tečaja v določeni državi, ima to vpliv tudi na druge države. Zato ima vpogled na spreminjanje deviznih tečajev MDS. S tem je omejena avtonomnost države in hkrati tudi intenzivnost in verjetnost tečajnega tveganja.

Tečajno tveganje je lahko posledica najrazličnejših poslov, ki jih dnevno sklepajo finančne institucije. Sem sodi: trgovanje s tujimi valutami, ki je eden najpomembnejših izvorov tečajnega tveganja v bankah, dajanja posojil v tujih valutah, najemanja depozitov v tujih valutah kot vir financiranja finančne institucije oziroma kupovanja ali izdajanja vrednostnih papirjem, nominiranih v tujih valutah (Štrukelj, 1999, str. 29).

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 in negotovost, 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. Spremembe valutnih razmerij, ki spremljajo mednarodne finančne transakcije, so iz dneva v dan pogostejše. Zato je potreba po inštrumentih, s katerimi bi ta tveganja zmanjševali, iz dneva v dan večja (Nebec, 1997). Ker je tečajno tveganje na deviznem trgu skorajda neizogibno, obstajajo instrumenti za zavarovanje pred tečajnim tveganjem.

Hull (2000, str. 65) instrumente za zavarovanje tečajnega tveganja loči glede na rok izvedbe posla:

- Promptni instrumenti – posel se izvrši najkasneje v dveh delovnih dneh od sklenitve posla. Gre za nakup in prodajo tujih valut, kjer se posel sklene danes, po današnjem tečaju, opravljen pa je najhitreje, kar je po tržnih konvencijah možno (valuta danes, valuta jutri, spot).
- Terminski instrumenti – posel se izvrši v roku, daljšem od dveh dni od sklenitve posla. Sem sodijo terminski valutni posli, terminske valutne finančne pogodbe in valutne opcije.
- Kombinirani instrumenti – valutne zamenjave, kombinacije med istovrstnimi instrumenti, kombinacije med raznovrstnimi instrumenti in novi finančni instrumenti. Na primer: promptni nakup in terminska prodaja.

Podrobneje bom o instrumentih deviznega poslovanja pisala v naslednjem poglavju.

Vpliv določene zavarovalne metode in vplivi na likvidnost ter saldo plačilne bilance, so nekateri izmed stranskih učinkov pri zavarovanju pred valutnimi tveganji. Seveda je potreben temeljit razmislek o valutnem zavarovanju, kadar stroški zavarovalnih metod pomenijo prevelik delež k odločitvam. 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.

2.8. MEDNARODNE DENARNE IN DEVIZNE REZERVE

Mednarodne denarne rezerve definiramo kot tista sredstva, ki centralni banki omogočajo posege na deviznem trgu ter s tem vzdrževanje deviznega tečaja na višini, katera se ji zdi primerna. Na daljši rok mednarodne denarne rezerve omogočajo financiranje plačilno bilančnih primanjkljajev (Ribnikar, 1993, str. 2). Mednarodne denarne rezerve uporabljajo centralne banke neposredno za financiranje odpravljanja plačilno bilančnih neravnovesij, seveda pa jih lahko uporabijo tudi za preprečevanje nastanka neravnovesij, tako da vplivajo na devizni tečaj s posegi na deviznem trgu.

Mednarodne denarne rezerve Banke Slovenije so opredeljene kot (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 59):

- tuja gotovina in devizna imetja v tujini,
- prvovrstni vrednostni papirji tujih izdajateljev,
- monetarno zlato,
- imetja SDR oziroma posebne pravice črpanja,
- rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu.

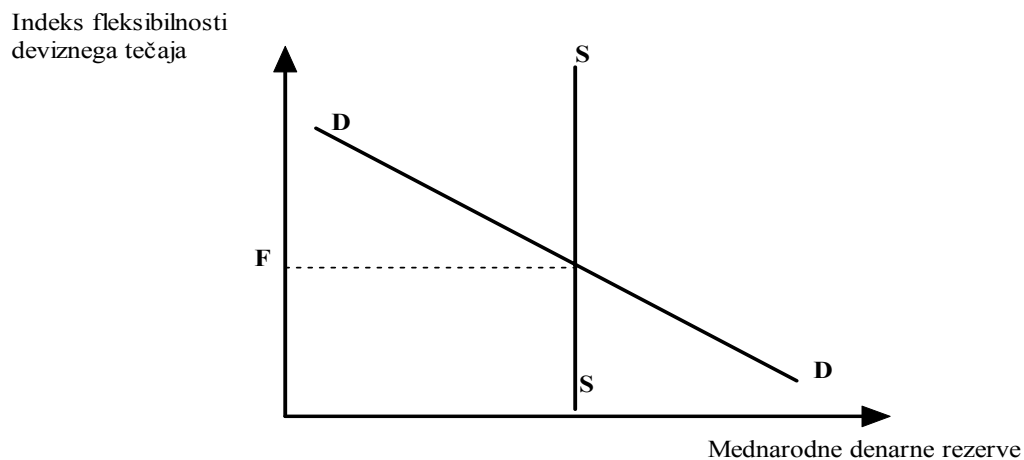
Monetarno zlato so zlate rezerve pri monetarnih oblasteh in so najstarejša oblika mednarodnih denarnih rezerv. Rezervna tranša pri MDS-u je avtomatična in brezpogojna pravica do kredita, ki pripada članici zaradi vplačila 25% kvote v SDR (Special Drawing Rights) ali v rezervnih valutah (Lavrač, 1985, str. 3). Sredstva v višini rezervne tranše dobiva država brezpogojno, zato lahko to neizkoriščeno tranšo šteje k svojim mednarodnim denarnim rezervam (Ribnikar, 1999, str. 59). Posebne pravice črpanja ali SDR so imetja na posebnem računu, ki se sicer ne morejo neposredno uporabiti za poseg na deviznem trgu, ampak šele potem, ko se prenesejo na neko drugo centralno banko in se dobi od nje njen denar ali denar kakšne tretje države (Ribnikar, 1997, str. 20-21).

Mednarodne denarne rezerve moramo ločevati od deviznih rezerv, ki poleg deviznih rezerv Banke Slovenije vključujejo tudi operativne devizne rezerve in devizna imetja nebančnih subjektov (Ribnikar, 1997, str. 19). Operativne devizne rezerve so tuja plačilna sredstva pooblaščenih bank v tujini. Z operativnimi deviznimi rezervami upravljajo poslovne banke, ki imajo pooblastilo s strani centralne banke, da take posle (predvsem posredovanje pri

mednarodnih plačilih) lahko opravljajo. Devizne rezerve nebančnih transaktorjev pa so tuja plačilna sredstva (devize, vrednostni papirji, tuja gotovina) v lasti podjetij oz. pravnih oseb.

V sistemu čistega drsečega deviznega tečaja, ki je lahko le hipotetičen, mednarodne denarne rezerve niso potrebne, saj centralna banka ne posega na devizni trg. Sistem deviznega tečaja vpliva na potrebe po mednarodnih denarnih rezervah, kar pomeni, da velikost mednarodnih denarnih rezerv zavisi od stopnje fleksibilnosti deviznega tečaja. Čim bolj je tečaj fleksibilen, tem manj bo potrebno mednarodnih denarnih rezerv (Ribnikar, 1997, str. 38). Največ mednarodnih denarnih rezerv potrebuje centralna banka pri sistemu trdnega deviznega tečaja, kjer se tečaj lahko giblje v relativno ozkem razponu okoli uradnega tečaja.

Slika 1: Fleksibilnost deviznega tečaja in mednarodne denarne rezerve



DD.....zveza med fleksibilnostjo deviznega tečaja in potrebnimi MDR

SS.....mednarodne denarne rezerve, ki so dane

Vir: Ribnikar, 1998, str. 58.

Krivulja DD (Slika 1) ponazarja zvezo med fleksibilnostjo deviznega tečaja in potrebnimi mednarodnimi rezervami. Mednarodne denarne rezerve so dane in prikazane s krivuljo SS. Pri tej količini mednarodnih denarnih rezerv je indeks fleksibilnosti na ravni F. Bolj ko je devizni tečaj fleksibilen, tem manj mednarodnih denarnih rezerv potrebuje država, saj se plačilno bilančno neravnovesje bolj izraža preko spreminjanja deviznih tečajev (Ribnikar, 1998, str. 58-62).

3. INSTRUMENTI DEVIZNEGA POSLOVANJA

Kot sem že omenila, potekajo na deviznih trgih nakupi in prodaje deviz, oziroma tujih plačilnih sredstev zaradi mednarodnih plačil, pokrivanja deviznih računov pri tujih bankah (nostro računi), zavarovanja pred tečajnimi tveganji ali deviznega zaslužka (špekulacije,

arbitraže). Tako pridemo do osnovnih operacij oziroma instrumentov deviznega poslovanja, ki ga izvajajo poslovne banke (devizni trgovci) med seboj doma in v tujini. Po definiciji je instrument deviznega trgovanja posel, ki se dogodi na deviznem trgu (Veselinovič, 1991, str. 25).

Instrumente deviznega poslovanja delimo na:

1. Promptne instrumente:

- spot,
- valuta jutri (value tom),
- valuta danes (value today).

2. Termenske instrumente:

- nestandardizirane valutne termenske pogodbe (forward),
- standardizirane valutne termenske pogodbe (futures),
- valutne opcije.

3. Kombinirane instrumente:

- klasična valutna zamenjava (currency swap),
- kombinacije med istovrstnimi instrumenti,
- kombinacije med raznovrstnimi instrumenti.

3.1. PROMPTNI INSTRUMENTI DEVIZNEGA POSLOVANJA

3.1.1. Spot

Pri spot poslih gre za zamenjave ali konverzije deviz, pri katerih je rok izvršitve posla točno dva delovna dneva od dneva sklenitve posla. V praksi se uporabljajo izrazi datum valutacije, datum valute ali samo valuta dva delovna dneva, kar pomeni spot. Če je posel sklenjen v torek, bo najkasneje izvršen v četrtek, oziroma če je sklenjen v četrtek, bo najkasneje izvršen v ponedeljek. To je hkrati najenostavnejši in eden najpogostejših instrumentov deviznega trgovanja. Uporablja se lahko sam ali pa v kombinaciji z drugimi posli oziroma instrumenti deviznega trgovanja. Tveganje pri njegovi uporabi nastopi z izvršitvijo sklenjenega posla (dostava oziroma transfer deviz), ki pa ga pri trgovanju z znanimi bankami skorajda ni (Veselinovič, 1991, str. 36).

Ko se pojavi določena potreba za nakup oziroma prodajo katere devize (izravnalna arbitraža oziroma pokrivanje deviznih računov), devizni trgovec te banke »vstopi« na devizni trg. To stori bodisi tako, da preko Reutersovega dealing sistema pokliče katero izmed velikih mednarodnih bank (market makerjev) in prosi za kotacijo za znesek izbranega medvalutnega

razmerja: preko internetnega portala klikne na »ustrezno« polje, vpiše znesek in počaka na kotacijo.

Pomemben trenutek pri trgovanju z devizami je dejstvo, da kotirajoči (poklicana banka) ne ve za namen klicajočega (pobudnik posla), zato le-ta dobi kotacijo tako za nakup kot prodajo dogovorjene valute. Kotacija EUR/USD 1,1810/15 pomeni, da kotirajoči (poklicana banka) kupuje evre po tečaju 1,1810 dolarjev za en evro in prodaja evre po tečaju 1,1815 dolarjev za en evro. Tako bo na primer klicajoči v primeru, da želi kupiti en milijon evrov, le-tega kupil (zamenjal, konvertiral) za 1.181.000,00 dolarjev, in če ga bo želel prodati, zanj dobil 1.181.500,00 dolarjev. Razlika med nakupnim in prodajnim tečajem se imenuje razpon (spread) in pomeni zaslužek tiste banke, ki je bila pozvana na kotacijo. Ti razponi so odvisni od tega, za kakšne zneske gre (za zelo majhne zneske pogostokrat velja velik razpon), za katero medvalutno razmerje gre (za najbolj likvidna medvalutna razmerja veljajo majhni razponi – tudi eno, največkrat pa dve točki oz. pipsa), ter nestanovitnosti na deviznem trgu (v primeru večjih nihanj tečajev se razponi povečajo).

Ker tečaji na deviznem trgu praktično nikoli ne mirujejo, in ker se tečaji konec koncev tudi razlikujejo med posameznimi bankami (market makerji), se zdi smisel diferencialne (tečajne) arbitraže upravičen. Trgovanje z valutami (kupovanje in prodajanje) in s tem doseganje dobičkov oziroma izgub iz tečajnih razlik v nekem časovnem obdobju, v katerem se ta tečaj spremeni, je prisotno v vsaki banki in sen (ali nočna mora) vsakega deviznega trgovca.

3.1.2. Valuta jutri in valuta danes

Poleg osnovnega spot instrumenta govorimo tudi o poslih »valuta jutri«, ki se sklepajo z izvršitvijo v roku enega delovnega dne od sklenitve, kot tudi o poslih z izvršitvijo (datum valutecije) istega dne kot so sklenjeni »valuta danes«. Posli z valuto danes so zelo redki in nastopijo le v izjemnih primerih (če bi udeleženci deviznega trga nujno potrebovali kakšno valuto za pokritje svoje pozicije) in med strankami, ki se med seboj dobro poznajo in dolgo sodelujejo (Veselinovič, 1991, str. 38).

3.2. TERMINSKI INSTRUMENTI DEVIZNEGA POSLOVANJA

Terminski posli so nakupi ali prodaje tuje valute po danes določenem tečaju in z rokom izvršitve v prihodnosti. To je tudi osnovna razlika med promptnimi in terminskimi instrumenti, saj 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, lahko tudi let. Gre torej za v naprej določen, fiksen tečaj, ki se imenuje terminski tečaj, izračuna pa se na podlagi razlik v obrestnih merah kotirajoče in osnovne valute, ter trenutnega tečaja valut na trgu. Razlika med obrestnima merama dveh valut je tako

lahko pozitivna ali negativna in glede na to višja ali nižja od trenutnega tečaja. Terminski posel podjetniku omogoča, da glede na pričakovane devizne tokove terminsko kupuje ali prodaja devize z različnimi roki zapadlosti. Terminski instrumenti se uporabljajo za zavarovanje pred tečajnimi tveganji, vedno bolj pa postajajo predmet špekulacij.

Terminsko trgovanje je v razvitih tržnih in finančnih sistemih nekaj vsakdanjega. Obstaja cela vrsta instrumentov za zavarovanje pred tečajnimi tveganji. Poglejmo si tiste najbolj pogoste.

3.2.1. Nestandardizirane valutne terminske pogodbe (forward)

Forward posel je osnova za vse ostale posle, ki so kasnejši od spot transakcije. Osnovni namen je zavarovanje (hedging) pred nepredvidenimi tečajnimi nihanjem. Lahko pa se uporablja tudi v špekulativne namene ali za ustvarjanje dobička na podlagi tečajnih razlik, ki se pojavijo na denarnih trgih v nekem časovnem obdobju (arbitraža). Veselinovič (1991, str. 39) definira forward kot nakup ali prodajo valute danes po znanem tečaju z rokom izvršitve, daljšim 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.

Terminska (forward) cena se določi na podlagi promptnega tečaja, obrestnih mer obeh valut in časovnega obdobja do zapadlosti posla. Razlika med letnim forward tečajem in spot tečajem med dvema valutama izražena v odstotkih, je enaka razliki med obrestnima merama teh dveh valut. Npr. če je razlika med terminskim in promptnim tečajem 4%, je tudi razlika med obrestnima merama obeh valut za isto obdobje 4%. Za valuto, ki je terminsko dražja (kot promptno), pravimo, da je v premiji, terminsko cenejše valute pa so v diskontu. V diskontu je torej tista valuta, za katero velja na trgu višja nominalna obrestna mera (Jazbec, 2003, str. 24).

3.2.2. Standardizirane valutne terminske pogodbe (futures)

Na terminskih trgih se sklepajo terminske pogodbe, ki so pravno zavezujoči sporazumi o nakupu oz. prodaji standardne količine in kakovosti natančno opisanega sredstva na določen, standardiziran dan v prihodnosti, dobavljenega na določeno mesto, po ceni, za katero se dogovorita tisti dan. Ker pa se na terminskih trgih (borzah) ne trguje s samimi sredstvi, temveč z njihovimi cenami, morajo biti vsi elementi v pogodbi, razen cene, standardizirani (Prohaska, 1999, str. 160).

S standardizirano terminsko pogodbo (STP) se kupec obveže kupiti, prodajalec pa prodati določeno količino blaga za bodočo dostavo, in sicer pod pogoji, ki jih določa specifikacija STP na borzi, kjer se s terminskimi pogodbami trguje. Osnovni element (»underlying«) STP je predmet, katerega vrednost želimo zaščititi. Na svetovnih terminskih borzah se STP najpogosteje glasi na različne vrednostne papirje, valute, indekse, surovine, zlato, obrestne mere in blago (žitarice, živina itd.). Vse transakcije se poravnajo preko borzne klirinške hiše,

kjer mora kupec futures pogodbe za zavarovanje izvršitve pogodbe položiti maržo (initial margin), ki je fleksibilna in niha glede na vrsto instrumenta (Zbašnik, 1994, str. 179).

Cena določene futures pogodbe je, podobno kot pri forward tečaju, določena preko obrestnih mer. Za futures je značilno, da zapade štirikrat na leto, vendar pa uspešen trgovec ne bo počakal na zapadlost futures pogodbe, ampak jo bo skušal prodati. Tako futures pogodba do svoje zapadlosti velikokrat zamenja lastnika. To je dokaz, da se futures, za razliko od forwarda, uporablja predvsem v špekulativne namene. Zanje je značilna tudi velika likvidnost in lahka prenosljivost (Veselinovič, 1991, str. 48).

Ko se bliža dan izpolnitve, kupec STP obvesti klirinško hišo, da želi na dan zapadlosti dostavo dogovorjenega blaga (osnovni instrument). STP lahko preneha na tri načine:

- Fizična izpolnitev (»physical delivery«).
- Denarna poravnava (»cash settlement«) – če je osnovni element indeks, obrestna mera, valuta ali če je tako dogovorjeno. V tem primeru ne pride do fizične izmenjave, ampak le do finančnih tokov v vrednosti pogodbe.
- Kompenzacija – način prenehanja STP pred zapadlostjo. Te se poslužuje večina udeležencev terminskega trga.

3.2.3. Valutne opcije

Valutna opcija je poseben instrument terminskega poslovanja, ki nudi povsem prosto možnost odločitve o izvršitvi ali neizvršitvi posla na dan zapadlosti. To pomeni, da se kupec opcije šele na dan zapadlosti odloči ali bo posel realiziral ali ne. Če je na izvršilni dan za kupca opcije dobičkonosna, da jo izkoristi, bo to storil, v nasprotnem primeru jo bo pustil neizkoriščeno. Na dan zapadlosti je lahko izvršilna cena donosna (»in-the-money«), nevtralna (»at-the-money«) ali nedonosna (»out-of-the-money«). Za omenjeno možnost plača prodajalcu (izdajatelju) premijo, ki mora prodajalcu poplačati tveganje povezano s prodajo opcije. Višina premije je odvisna od datuma unovčenja opcije (višina raste s časom), razmerja med spot tečajem in tečajem, po katerem je lahko opcija unovčena, obrestne mere (premija narašča z nominalno obrestno mero) ter od tržne nestanovitnosti valute, ki je predmet opcije. Premija v vsakem primeru ostane prodajalcu.

Z valutnimi opcijami se trguje na organiziranih tržiščih (borzah) in preko bančnih okenc (»over the counter«-OTC). Na borzah se trguje s standardiziranimi pogodbami, OTC tržišča pa nudijo fleksibilnost glede valutnega para, izvršilnih cen, izvršilnih datumov in velikosti pogodb. V tem primeru zneski niso nujno standardni (Grabbe, 1991, str. 213). Poleg tega obstaja na OTC trgu kreditno tveganje, saj sta kupec in prodajalec v neposrednem odnosu, na borzah pa klirinška hiša prevzame vlogo pogodbene stranke.

Poznamo dve valutni opciji, in sicer nakupno («CALL») in prodajno («PUT») opcijo. Nakupna opcija daje lastniku možnost, ki ni obveznost, da kupi določeno blago po vnaprej določeni ceni na določen dan v prihodnosti (ali prej), za prodajalca ("option writer", "option seller") pa predstavlja nakupna opcija potencialno obveznost, da bo na kupčevo željo prodal v pogodbi določeno blago. Prodajna opcija je za lastnika možnost, da proda neko blago, za prodajalca opcije pa potencialna obveznost nakupa tega istega blaga (Jazbec, 2003, str. 27). Valutne opcije lahko delimo tudi glede na to, kdaj se lahko izvršijo. Opcije, ki se lahko izkoristijo samo na določen dan v prihodnosti, so evropske opcije, ameriške opcije pa se lahko izvršijo na katerikoli delovni dan pred datumom zapadlosti (vključno s tem dnem). Možnost predčasne izvršitve ameriške opcije omogoča nekoliko višjo ceno tem opcijam (izdajatelj opcije prevzame dodatno tveganje predčasne izvršitve), čeprav se z vzpostavitvijo nasprotnih pozicij lahko pred datumom zapadlosti zapre tudi pozicija v evropskih opcijah in je s tega stališča nesmiselno plačevati višjo ceno za ameriške opcije (Jazbec, 2003, str. 27).

3.3. KOMBINIRANI INSTRUMENTI DEVIZNEGA POSLOVANJA

3.3.1. Klasična valutna zamenjava (currency swap)

Izraz zamenjava (swap) ima v finančnem svetu več pomenov. Prvotno je bil povezan z deviznim trgovanjem in je pomenil hkratni promptni nakup (promptno prodajo) in terminsko prodajo (terminski nakup) določenega zneska tujega denarja. Gre torej za valutno oziroma promptno - terminsko zamenjavo. Naslednji pomen je dobila beseda zamenjava leta 1967, ko je začela angleška centralna banka zamenjevati GBP za USD z ameriškim centralno bančnim sistemom. Tu govorimo o zamenjavi denarja med centralnimi bankami. Tretja generacija zamenjav (in te so predmet našega zanimanja) se je začela avgusta 1981, ko sta Svetovna banka in IBM sklenila posel valutne zamenjave: Svetovna banka je prevzela obveznost, da bo plačevala IBM-ove obveznosti do njegovega posojila (v DEM in CHF), IBM pa je prevzel obveznosti posojila Svetovne banke v ameriških dolarjih (Ribnikar, 1994, str. 181-183). Klasična valutna zamenjava je zelo razširjena tako med centralnimi bankami (ki jo uporabljajo za intervencije), poslovnimi bankami (v kombinaciji z različnimi kratkoročnimi naložbami ali krediti) in podjetji, ko razporejajo svoje pritoke in odtoke.

Klasična valutna zamenjava omogoča iskanje in izkoriščanje najboljših pogojev za devizne naložbe in/ali kredite, obenem pa izloči tečajno tveganje. Redko se uporablja kot popolnoma samostojen instrument, bolj je poznan po kombinacijah z mednarodnimi kreditnimi instrumenti, ki pa jih posebej ne bom opisovala (Veselinovič, 1991, str. 55).

3.3.2. Kombinacije med istovrstnimi instrumenti

Kombinacije med istovrstnimi instrumenti so možne pri opcijah in delno pri forward poslih. Pri slednjih je možno kombinirati različne roke in izvrševati nakupe ali prodaje deviz med njimi. Pri valutnih opcijah pa je možnosti zelo veliko; tu gre za dvakratno ali večkratno prodajo ali nakup določenih pogodb za isti ali različen rok in za isto ali različno izvršilno ceno. Te instrumente se uporablja predvsem v špekulativne namene, saj njihov izvajalec profitira v vsakem primeru, ne glede na to, v katero smer gre tečaj.

Ker je na voljo veliko instrumentov deviznega poslovanja, je kot posledica, na voljo tudi veliko kombinacij med njimi. Poglejmo si jih nekaj (Veselinovič, 1991, str. 57):

- STRADDLE - istočasen nakup in prodaja CALL in PUT opcije za isto izvršilno ceno in isti rok;
- STRANGLE - istočasen nakup in prodaja CALL in PUT opcije z različnimi izvršilnimi cenami in istim rokom;
- BEAR PUT (ALI CALL) SPREAD - istočasen nakup dveh PUT (ali CALL) opcij, prve z višjo in druge z nižjo izvršilno ceno, z istim rokom.

3.3.3. Kombinacije med raznovrstnimi instrumenti

Kombinacije med raznovrstnimi instrumenti deviznega poslovanja se ne uporabljajo samo za špekulativne namene, ampak so zanimive tudi z vidika pestrejšega zavarovanja tečajnega tveganja. Poglejmo si nekatere izmed njih (Veselinovič, 1991, str. 57):

- Kombinacija spot in opcije - v klasičnem swap poslu terminski nakup ali prodajo zamenjamo z uporabo opcije;
- Kombinacija forward in opcije - kakšno prihodnjo devizno transakcijo zavarujemo delno s klasičnim terminskim poslom in delno z uporabo opcije;
- Kombinacija spot, forward in opcije - prihodnjo devizno transakcijo pokrijemo z uporabo treh instrumentov, kar pomeni, da en del (tisti s spot poslom) ostane nepokrit (nezavarovan) in je izpostavljen tečajnemu tveganju ali špekulaciji.

4. DEVIZNO POSLOVANJE V SLOVENIJI

Slovenija je osmega oktobra leta 1991 razglasila denarno osamosvojitvev in uvedla tolar kot slovenski denar. Takrat je postala samostojen finančni prostor, hkrati pa je dosegla popolno suverenost nad vodenjem denarne politike. Od takrat dalje lahko govorimo o deviznem poslovanju v Sloveniji.

V prvem delu poglavja bom na kratko opisala razvoj slovenskega deviznega trga, njegovo strukturo in devizne tečaje, ki jih poznamo v Sloveniji. V osrednjem delu tega poglavja

predstavim vlogo Banke Slovenije na deviznem trgu in instrumente, ki jih pri tem uporablja. Na koncu pa bom podrobneje predstavila dogajanje na slovenskem deviznem trgu od leta 1999 dalje.

4.1. RAZVOJ SLOVENSKEGA DEVIZNEGA TRGA

Prva tečajna lista Banke Slovenije, ki je prinesla začetno vrednost tolarja proti ostalim valutam, je bila objavljena 8. oktobra 1991. Kot referenčna valuta je bila sprejeta nemška marka in srednji tečaj Banke Slovenije je znašal 32 SIT/DEM.

Uvedba denarnega sistema je vsebovala določitev tečajne ureditve, in sicer ali naj bo tečaj fiksen, vezan na določeno valuto oz. košarico valut ali naj bo fleksibilen. Ob monetarni osamosvojitvi in uvedbi tolarja se je Banka Slovenije na podlagi Zakona o deviznem poslovanju in Zakona o Banki Slovenije odločila za sistem uravnavanega drsečega deviznega tečaja. S tem je zagotovila neodvisnost denarnih oblasti in ponudbo denarja kot eksogeno spremenljivko, ki jo določa centralna banka. Tečaj je postal endogena spremenljivka. Po mnenju tujih strokovnjakov naj bi bil sistem fiksnega deviznega tečaja primernejši za države na prehodu, saj naj bi ta odigral pomembno vlogo nominalnega sidra v boju proti inflaciji in tako pomembno prispeval k makroekonomski stabilizaciji v državah v tranziciji (Lavrač, 1995, str. 14).

Sistem uravnavanega drsečega deviznega tečaja je prispeval k znižanju inflacije in makroekonomski stabilnosti države ter omogočil liberalen sistem ekonomskih odnosov s tujino, ob notranji konvertibilnosti tolarja. Z odločitvijo za sistem uravnavanega deviznega tečaja je prišla do polnega izraza aktivna politika deviznega tečaja, glede na specifične razmere na deviznem trgu pa so se pokazale tudi omejitve in problemi pri vodenju tečajne intervencije centralne banke (Lavrač, 1995, str. 14).

Leta 1999 je začela veljati nova devizna ureditev in 23. aprila 1999 je stopil v veljavo Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99; v nadaljevanju ZDP). Nov zakon pomeni pomemben korak za slovensko gospodarstvo, saj je bančni prostor približal poslovanju v tujini. Obenem odpravlja številne dosedanje omejitve in v bistveno večji meri kot doslej odpira možnosti za vključevanje v mednarodne finančne tokove.

4.2. STRUKTURA DEVIZNEGA TRGA V SLOVENIJI

Ob uvedbi denarnega sistema sta bila uvedena dva trga deviznih sredstev (Mencinger, 1992, str. 24):

- trg tekočih transakcij – »podjetniški trg deviznih sredstev« (devizni trg),
- trg kapitalskih transakcij – »menjalniški trg« (valutni trg).

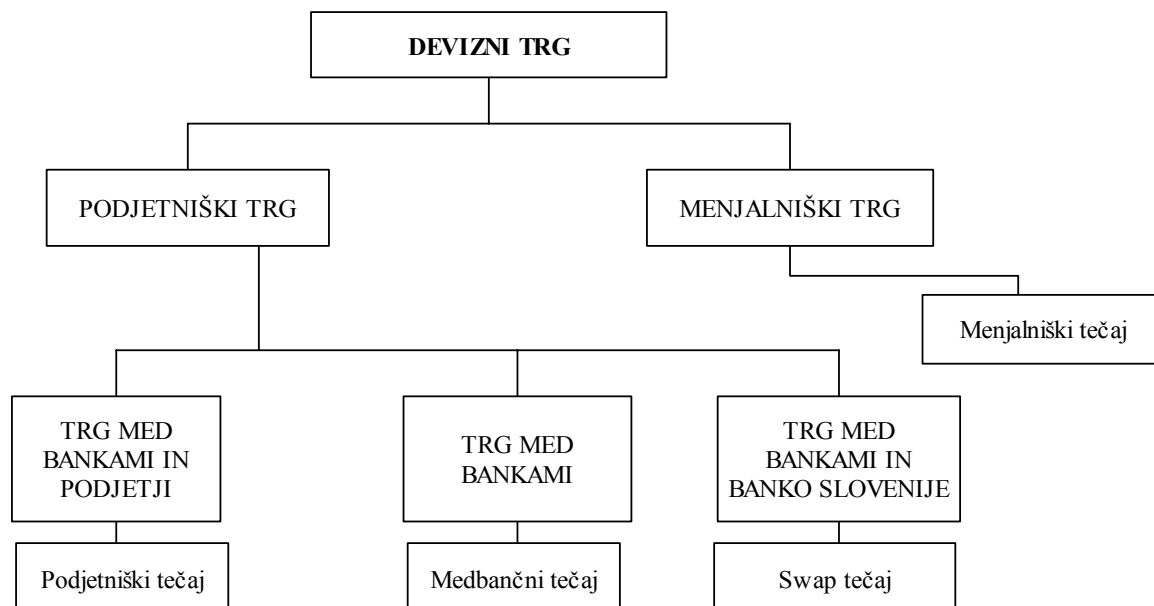
Dejansko gre za delitev na podjetniški trg deviznih sredstev, na katerem sodelujejo podjetja, poslovne banke in Banka Slovenije ter na menjalniški trg tuje efektivne s fizičnimi osebami, menjalnicami in poslovnimi bankami (glej sliko 2).

Podjetniški trg deviznih sredstev sestavljajo trije pod trgi (glej Sliko 2):

- trg med bankami in podjetji – »podjetniški devizni trg«;
- trg med bankami – »medbančni devizni trg« prodaje in nakupi deviz med bankami;
- trg med bankami in Banko Slovenije.

Posamezni trgi se med seboj razlikujejo po številu, vrednosti in povprečni velikosti transakcij ter po deviznih tečajih. Poglejmo si nekaj značilnosti posameznih trgov.

Slika 2: Struktura slovenskega deviznega trga



Vir: Mencinger, 1992, str. 24 in lastne dopolnitve.

4.2.1. Podjetniški trg

Podjetniški trg deviznih sredstev opravlja funkcijo izenačevanja ponudbe in povpraševanja po blagu in storitvah ter skupaj z obrestno mero zagotavlja dovolj priliva za financiranje primanjkljaja.

Trg med bankami in podjetji

Na tem trgu potekajo prodaje in nakupi deviz med podjetji in bankami. Podjetja, ki izvažajo prodajajo devize bankam, medtem ko podjetja uvoznice kupujejo devize od bank za plačilo uvoza. Oblikovanje deviznih tečajev, po katerih se opravljajo transakcije med podjetji in bankami, ni popolnoma prepuščeno ponudbi in povpraševanju po deviznih sredstvih. Vloga

Banke Slovenije je pomemben dejavnik, ki vpliva, da je tečaj višji, kot bi bil, če bi se oblikoval na konkurenčnem trgu. Največ prometa na deviznem trgu predstavljajo nakupi in prodaje deviznih sredstev med podjetji in bankami, kar nakazuje na relativno nepomembnost naše valute v mednarodni menjavi.

Podjetniški tečaj – je tečaj, ki ga banke uporabljajo za nakup in prodajo deviz pravnim osebam (podjetjem). Ta tečaj je stabilnejše narave, ker so devizne transakcije tu povezane s tokovi blaga in storitev, ki so dolgoročnejšega značaja. Nanj vplivajo predvsem visoki presežki v tekočem delu plačilne bilance in iz tega izhajajo velike ponudbe deviz.

Trg med bankami

Na medbančnem trgu potekajo transakcije z devizami med bankami. Slovenski medbančni trg je po obsegu kot tudi po številu transakcij zelo majhen, zato so banke povezane s svetovnim deviznim trgom preko informacijskega sistema.

Medbančni tečaj - devizni tečaj se na medbančnem segmentu deviznega trga oblikuje izključno na osnovi ponudbe in povpraševanja, njegova višina pa je nižja od tečaja, ki se oblikuje pri transakcijah med podjetji in bankami.

O trgu med bankami in Banko Slovenije in njeni vlogi na trgu, bom obširneje pisala v poglavju 4.4.

4.2.2. Menjalniški trg

ZDP v svojem 49. členu navaja: »Menjalniški posli so posli nakupa deviz in prodaje tuje gotovine in posli nakupa čekov, ki se glasijo in so vnovčljivi v tujem denarju. Menjalniške posle lahko opravljajo samo rezidenti, ki imajo dovoljenje BS. Le-ta predpiše pogoje in način opravljanja menjalniških poslov ter postopek nadzora nad opravljanjem teh poslov« (ZDP, 1999).

Na menjalniškem trgu se tečaj oblikuje glede na ponudbo in povpraševanje. Posegi Banke Slovenije praviloma niso naravnani na menjalnice. Menjalniški trg omogoča prebivalstvu izbirati med valutami, v katerih želijo imeti svoje finančno premoženje. Na povpraševanje in ponudbo tujih valut v menjalnicah vpliva več dejavnikov, kot so cena (tečaj), razpoložljivi dohodek prebivalstva, pričakovanja glede prihodnjega tečaja in inflacije.

Menjalniški tečaj – oblikuje se na menjalniškem trgu pri prodaji in nakupu tuje gotovine. Je povprečni dnevni tečaj na menjalniškem trgu in se uporablja izključno pri transakcijah s fizičnimi osebami, ki zaradi različnih razlogov nosijo devizna imetja v tujino ali jih prinašajo iz nje. Uporablja ga večji del prebivalstva in manjša podjetja za opravljanje arbitražnih

poslov. Je najmanj stabilen tečaj, ker je glede na kratkoročno naravo transakcij najbolj podvržen pričakovanjem in špekulaciji.

4.2.3. Devizni tečaji v Sloveniji

Devizni trg se deli na več segmentov in devizni tečaji se oblikujejo po posameznih segmentih. Zato ne moremo govoriti le o enem deviznem tečaju v Sloveniji, ki bi se oblikoval na deviznem trgu. Število, vrednost in povprečna velikost transakcij se na posameznih delih slovenskega deviznega trga razlikujejo. Udeleženci deviznega trga lahko kupujejo in prodajajo po tečajih, za katere so se dogovorili. Poleg omenjenih tečajev se v Sloveniji uporabljajo še naslednji:

Srednji tečaj Banke Slovenije – ZDP v 48. členu pravi, da se »srednji devizni tečaj Banke Slovenije uporablja pri izkazovanju rezultatov poslovanja s tujino po predpisih o računovodstvu in za plačilno bilančne namene«. Banka Slovenije ga izračunava kot ponderirano aritmetično sredino vseh deviznih poslov na slovenskem deviznem trgu v obdobju štirinajstih dni (ZDP, 1999). Uporablja se v statistične namene, pri obračunavanju carin, knjigovodske namene in pri plačilih države. Pri tem tečaju Banke Slovenije ne gre za uradni tečaj (pariteto), kot ga poznamo iz sistema trdnih deviznih tečajev. Ta predstavlja usmerjevalno informacijo vsem udeležencem deviznega trga in se dnevno objavlja v tečajni listi Banke Slovenija (Rant, 1995, str. 6).

Tržni tečaj – Tečaj EUR/SIT se uporablja v času, ko Banka Slovenije ne določi izhodiščnega tečaja. Giblje se prosto v odvisnosti od ponudbe in povpraševanja po devizah, vendar ga centralna banka poskuša obdržati v postavljenih okvirih (Kovačič, 2002, str. 34). Marca 2000 je bila določena metodologija izračuna tečaja, kjer so se upoštevali vsi posli na promptnem podjetniškem in medbančnem deviznem trgu v evrih preteklega dne, ki so prispeli v Banko Slovenije do 9.30 ure zjutraj. Hiter razvoj deviznega trga v Sloveniji je od Banke Slovenije zahteval spremembo metodologije izračuna tečaja EUR/SIT trenutnim okoliščinam. Posli nakupa in prodaje deviz med podjetji in bankami odražajo predvsem situacijo v tekočem delu plačilne bilance, vendar pa z liberalizacijo kapitalskega dela plačilne bilance postajajo vse pomembnejši udeleženci deviznega trga nerezidenti. Obnašanje podjetij in nerezidentov pa je različno. V tem okviru je Svet Banke Slovenije 22. 7. 2003 sprejel spremembo metodologije izračuna tečaja EUR/SIT iz 7. člena pogodbe o sodelovanju. Na podlagi nove metodologije, se od 1. avgusta 2003 pri izračunu tečaja upoštevajo vsi posli promptnega trga v evro valuti. Tako nova metodologija poleg že upoštevanih segmentov zajema tudi segmenta promptnih deviznih poslov z nerezidenti in s fizičnimi osebami. Iz izračuna tečaja EUR/SIT so izločili SWAP posle, saj gre pri njih primarno za obrestno arbitražo.

SWAP tečaj – Izračunava se za potrebe iz pogodbe o sodelovanju banke in Banke Slovenije pri posegih na trgu tujega denarja. V času, ko banka intervenira na deviznem trgu, se

izračunava in objavlja SWAP tečaj, po katerem banke začasno prodajajo in kupujejo devize pri Banki Slovenije (Kovačič, 2002, str. 34).

Izhodiščni tečaj – Banka Slovenije ga določa v času intervencije. Koridor +/- 0,2% je razpon, znotraj katerega mora banka kupiti ali prodati 90% vseh deviz na deviznem trgu.

Opisani tečaji pokrivajo vse segmente deviznega trga, vendar se bo prej ali slej pojavila potreba po objavljanju enotnega deviznega tečaja, ki bo referenčni tečaj na deviznem trgu.

4.3. VLOGA BANKE SLOVENIJE NA DEVIZNEM TRGU

Banka Slovenije je emisijska in centralna banka Republike Slovenije, ki je bila ustanovljena s sprejetjem Zakona o Banki Slovenije 25. junija 1991. Je temelj slovenske monetarne suverenosti. V tem poglavju bom podrobneje opisala glavne naloge Banke Slovenije, njene bližnje in končne cilje, ki jih ne moremo ločiti od vprašanja režima deviznega tečaja, politiko deviznega tečaja in instrumente, s katerimi Banka Slovenije vpliva na devizni tečaj. Na koncu bom predstavila pogodbo o sodelovanju banke in Banko Slovenije pri posegih na trgu tujega denarja.

4.3.1. Naloge Banke Slovenije

Glavni nalogi Banke Slovenije sta skrb za stabilnost valute in splošno likvidnost plačevanja v državi in do tujine. Pri uresničevanju nalog in pooblastil je Banka Slovenije neodvisna. Za uresničevanje nalog Banka Slovenije (Zakon o Banki Slovenije, 1991):

- uravnava količino denarja v obtoku;
- skrbi za splošno likvidnost bank in hranilnic;
- skrbi za splošno likvidnost v plačilih do tujine;
- kontrolira banke in hranilnice;
- izdaja bankovce in daje bankovce in kovance v obtok;
- predpisuje pravila za izvajanje jamstva za vloge občanov;
- predpisuje, organizira in usklajuje informacijski sistem, potreben za opravljanje njenih funkcij;
- opravlja posle za Republiko Slovenijo v skladu z zakonom;
- opravlja druge zadeve, določene z zakonom.

4.3.2. Bližnji in končni cilji Banke Slovenije

Temeljne usmeritve denarne politike so postopno zmanjšanje inflacije in zagotavljanje stabilnosti domače valute ter v nekaj letih doseči raven inflacije evropskih držav. Denarno

politiko, ki je usmerjena v obvladovanje denarnih agregatov, dopolnjuje tečajni režim uravnanega drsenja, ki Banki Slovenije omogoča občasno interveniranje na deviznem trgu v okviru postavljenega denarnega cilja. Od osamosvojitve naprej je Banka Slovenije kot bližnje cilje denarne politike vedno uporabljala denarne agregate. Do leta 1997 je uporabljala ožji denarni agregat M1 (gotovina in vpogledne vloge), od takrat dalje uporablja za bližnji cilj širši denarni agregat M3 (M1 + tolarske in devizne vezane vloge). S prehodom na ciljanje širšega denarnega agregata M3 je Banka Slovenije bistveno povečala preglednost svojega delovanja. Banka Slovenije po tem letu javno objavi postavljen cilj za tekoče leto, ki je objavljen kot pas, znotraj katerega je predvideno gibanje denarnega agregata M3.

Centralna banka lahko izbere kot bližnji cilj denarne politike višino deviznega tečaja. Cilj je lahko določen samo kot nominalni devizni tečaj, saj če bi država izbrala kot bližnji cilj realni devizni tečaj, bi bila vgrajena inflacijska denarna politika. Ne glede na to kateri bližnji cilj denarne politike določi, le-ta ne določa deviznega tečaja, gotovo pa nanj vpliva.

S končnim ciljem denarne politike si centralna banka začrta smer delovanja. Cilj centralne banke je z zakonom določena cenovna stabilnost. Banka Slovenije končni cilj natančneje definira kot višino evropske ravni inflacije. Seveda pa to ni edini cilj Banke Slovenije. Z vplivom na inflacijo posredno vpliva tudi na višino deviznega tečaja. Poleg tega je BS razvila tudi takšne instrumente, ki vplivajo samo na višino deviznega tečaja neodvisno od drugih ekonomskih ciljev. V tem primeru Banka Slovenije vodi politiko deviznega tečaja (Čufer, 2001, str.15).

4.3.3. Režim in politika deviznega tečaja

Pri deviznem tečaju moramo ločiti med režimom, sistemom, ureditvijo in politiko deviznega tečaja. Režim deviznega tečaja, ki ga praviloma določa in spreminja vlada, postavlja okvir, v katerem centralna banka vodi politiko deviznega tečaja »exchange rate policy«. Izbira ureditve deviznega tečaja »exchange rate arrangements«, kot pravi Isard (1995, str. 187), je eden od problemov politike deviznega tečaja.

Vprašanje bližnjega cilja denarne politike ne smemo ločiti od vprašanja primerne režima deviznega tečaja, saj morata biti obe politiki (denarna in tečajna) usklajeni v svojem delovanju. Za majhne odprte ekonomije, ki prehajajo v tržni sistem, je politika deviznega tečaja ključnega pomena za uspešen prehod. Vendar pa se zastavlja vprašanje, kateri režim deviznega tečaja je optimalen. Izkušnje kažejo, da sta denarna in tečajna politika lahko uspešni ob uporabi različnih tečajnih režimov. Centralna banka mora ob izbiri režima deviznega tečaja upoštevati dvojno vlogo, ki jo ima devizni tečaj v majhnih in odprtih ekonomijah. Ta zagotavlja zunanjo cenovno konkurenčnost in s tem vpliva na gospodarsko rast in razvoj, in hkrati služi kot nominalno sidro domače cenovne stabilnosti.

Režim čistega drsečega deviznega tečaja – V teh razmerah centralna banka ne more voditi posebej politike deviznega tečaja. Na višino deviznega tečaja vpliva posredno preko denarne politike. Kar zadeva denarno politiko, je centralna banka v teh razmerah popolnoma suverena. Če je centralna banka v zadostnem obsegu neodvisna od vlade in politike, lahko v tej svoji suverenosti zagotavlja tudi popolno stabilnost višine deviznega tečaja. V nasprotnem primeru obstaja večja nevarnost, da bosta posledici popolne denarne suverenosti slab denar in naraščajoči devizni tečaj. Ta bo posledica denarne politike in ne politike deviznega tečaja.

Režim trdnega deviznega tečaja – V režimu trdnega deviznega tečaja mora centralna banka s posegi ne deviznem trgu preprečevati, da bi šel devizni tečaj, na primer evra kot prevladujoče intervencijske valute, čez zgornjo ali pod spodnjo mejo uradnega tečaja, ki ga določi vlada. Posledica posegov (nakup in prodaja deviz) pa so spremembe v količini primarnega denarja na deviznem trgu. To spreminjanje ni posledica uporabe instrumentov denarne politike, zato pravimo, da je omejena samostojnost vodenja denarne politike. V tem primeru centralna banka ne more voditi politike deviznega tečaja (Ribnikar, 1999, str. 47). Vlada ima v tem sistemu pomembno vlogo, saj je tista, ki poleg tega, da določi uradni tečaj, lahko devalvira ali revalvira uradni devizni tečaj.

Režim uravnavanega drsečega deviznega tečaja – Fischer (1994, str. 304) pravi, da morata biti višina obrestne mere in višina deviznega tečaja v enih rokah, in sicer v rokah centralne banke. Če centralna banka ne sterilizira ali sterilizira neučinkovito, denarna politika in politika deviznega tečaja nista neodvisni. Če centralna banka povečuje količino primarnega denarja in zato kupuje ustrezna finančna aktiva, povzroča dvig cen finančnih aktiv, s tem znižanje obrestne mere in hkrati dvig deviznega tečaja. Enako, če na deviznem trgu kupuje devize, povzroča dvig deviznega tečaja in znižanje obrestne mere. To pomeni, da se mora centralna banka omejevati pri denarni politiki, če želi imeti stabilnost deviznega tečaja. Če ji je pomembnejša količina denarja v obtoku in posledično višina domače inflacije, se mora omejevati pri željah glede deviznega tečaja. Centralna banka ne more zagotavljati tiste višine deviznega tečaja, ki ni v skladu z denarno politiko. Če centralna banka lahko uspešno sterilizira, sta denarna politika in politika deviznega tečaja vsaj delno neodvisni.

Uspešnost režima deviznega tečaja je odvisna od notranje skladnosti denarne politike in koordinacije le-te z drugimi makroekonomskimi politikami, predvsem fiskalno in dohodkovno politiko države. Velja, da morata biti režim deviznega tečaja in denarna strategija združljivi z institucionalno strukturo in ekonomskim okoljem (Cimperman et al., 2001).

Institucionalno okolje pomembno vpliva na izbiro primerne režima deviznega tečaja, ki se v Sloveniji spreminja pod vplivom usmeritve v EU in EMU. Bolj kot sam vstop Slovenije v EU je za izvajanje denarne politike pomemben vstop v ERM2 in pozneje v EMU. Z vstopom v ERM2 bo Slovenija prešla na fiksni tečajni režim, kjer so dovoljena bistveno večja kratkoročna nihanja tečaja, kot je bilo to prakticirano v bolj fleksibilnem režimu uravnavanega drsenja.

4.3.4. Instrumenti politike deviznega tečaja

Banka Slovenije mora z ustrežno politiko deviznega tečaja in z omejitvami pri plačilnem prometu s tujino skrbeti za zunanjo vrednost denarja. Z ukrepi denarne politike posredno vpliva na devizni tečaj, poleg tega pa tudi neposredno sodeluje na deviznem trgu. Banka Slovenije poskuša vplivati z instrumenti denarne politike predvsem na količino primarnega denarja, seveda pa ima uporaba instrumentov centralne banke učinke tudi na likvidnost bančnega sistema, višino deviznega tečaja in obrestnih mer ter na sam razvoj denarnega trga.

Banka Slovenije vpliva na devizni tečaj z različnimi instrumenti. Najprej kupuje in prodaja devize, začasno ali dokončno, in s tem spreminja ponudbo oziroma povpraševanje na deviznem trgu. V okviru pogodbe o sodelovanju pri posegih na tujih trgih, ki jo bom opisala kasneje, omejuje možni razpon tečajev, po katerih lahko banke sklepajo posle z drugimi komitenti. Na tečaj vpliva tudi z izdajanjem blagajniških zapisov v tujem denarju ter s predpisi, ki bankam omejujejo postavke premoženjske bilance glede na valuto oziroma tip instrumenta (likvidnostna lestvica), ter spremembe omejitev izvoza in uvoza kapitala.

Nakupi in prodaje deviz – Banka Slovenije kupuje in prodaja devize od bank na podlagi ponudb, posredovanih vsem bankam, ter preko instrumentov na podlagi pogodbe o sodelovanju. Devize prodaja in kupuje tudi za izvajanje plačilnega prometa s tujino za potrebe proračuna in na podlagi drugih poslov za državo.

Takrat ko centralna banka neto prodaja devize, jemlje primarni denar iz obtoka in hkrati vpliva na počasnejšo rast tečajev. Če devize neto kupuje, povečuje količino primarnega denarja v obtoku.

Banka Slovenije lahko kupuje in prodaja devize dokončno ali začasno. Pri dokončnih posegih je transakcija enosmerna in dokončna, kar pomeni, da ni transakcije v nasprotni smeri. Pri začasnih posegih transakcija ni dokončna. Poslovna banka ima lahko obveznost izvesti nasprotno smerno transakcijo (na primer povratno odkupiti devize, ki jih je prodala BS) ali pa ima samo pravico to storiti. Pri dokončnem nakupu deviz pride do povečanja mednarodnih denarnih rezerv in količine primarnega denarja, medtem ko je to povečanje pri začasnem nakupu le začasno, saj se, če pride do povratnega odkupa deviz s strani poslovne banke, mednarodne denarne rezerve in količina primarnega denarja zmanjšata za znesek povratnega odkupa.

Sterilizacija - Ribnikar (1999, str. 251) pravi, da centralna banka na primer kupuje devize, ker želi, da bi bil pri sistemu uravnavanega drsečega deviznega tečaja devizni tečaj višji, vendar pa noče, da bi se povečal denar v obtoku ali znižala obrestna mera. Sterilizacija je lahko uspešna samo, če mednarodna mobilnost kapitala ni perfektna, in če domači in tuji vrednostni papirji niso popolni substituti. V tem primeru se zaradi razlike v obrestni meri doma in v tujini ne izenačijo donosnosti domačih in tujih vrednostnih papirjev. Če so domači in tuji vrednostni

papirji popolni substituti, je pri višjem deviznem tečaju pričakovana donosnost tujih vrednostnih papirjev nižja. Zato se mora znižati tudi donosnost domačih vrednostnih papirjev in domača obrestna mera. Sterilizacija v takšnem primeru ni uspešna.

Če centralni banki uspe ločeno vplivati na ponudbo denarja in na devizni tečaj, je sterilizacija uspešna. Banka Slovenije je pri tem kar uspešna, saj uspešno zadržuje ponudbo primarnega denarja v načrtovanih okvirih, ter preprečuje preveliko apreciacijo domače valute, hkrati pa uspešno znižuje inflacijo in obrestne mere.

Centralna banka uporablja za potrebe sterilizacije dve vrsti blagajniških zapisov, s katerimi jemlje primarni denar iz obtoka in s tem zmanjšuje presežno ponudbo deviz. To sta:

- *Blagajniški zapisi v tolarjih* – so nematerializirani imenski vrednostni papirji, ki jih Banka Slovenije ponuja bankam in hranilnicam z odprto ponudbo.
- *Blagajniški zapisi v tujem denarju* – so kratkoročni, prenosljivi, imenski, neserijski in nematerializirani vrednostni papirji. Njihov namen je uravnnavati ponudbo deviz na deviznem trgu. Vplačajo se z diskontom v evrih (od februarja 1999) ali ameriških dolarjih. Blagajniški zapisi v tujem denarju so za poslovne banke najpomembnejši vrednostni papir, saj so podlaga za sodelovanje pri večini instrumentov denarne politike. Poslovne banke ga lahko zastavijo za lombardno posojilo ali začasno prodajo Banki Slovenije po posebni ponudbi. So podlaga za likvidnostna in kratkoročno posojilo, terjatve iz blagajniških zapisov pa je mogoče zastaviti tudi za zavarovanje sklenjenih poslov.

Valutne zamenjave (swap) – Lastnost tega instrumenta je, da ga Banka Slovenije uporablja z namenom sterilizacije. Pri nas je valutna zamenjava »razdeljena« na dva dela. Prvega sestavljajo valutne zamenjave med tujimi valutami, drugi del pa je valutna zamenjava tuje valute proti domači. Valutna zamenjava je instrument, ki je sestavljen iz promptnega in terminskega dela. Ob spremljavi izpostavljenosti tveganju spremembe tečaja ene proti drugi valuti (npr. EUR USD) se upoštevata oba dela, promptni in terminski. Ker se Banka Slovenije ni odločila za vsakodnevne intervencije (trajni nakup oz. prodaja deviz), uporablja kot intervencijski instrument valutno zamenjavo in sicer tako, da se v valutni izpostavljenosti šteje samo promptni del. Banke se odločajo za valutno zamenjavo pri Banki Slovenije na osnovi stanja terjatev in obveznosti v tujem denarju opazovanega dne in stanja, ki zajema vse poslovne dogodke dva delovna dneva vnaprej. Ponudbe za devizne zamenjave določajo ceno za obe vrsti valutne zamenjave (promptni nakup in terminsko obvezno prodajo ali obratno).

Banke ne uporabljajo valutne zamenjave samo za uravnavanje neizravnane stanja, ampak jim služi tudi za uravnavanje tolarške oz. devizne likvidnosti, kar naj bi bila ena izmed osnovnih funkcij valutne zamenjave.

Signaliziranje in pogojevanje tečajev - Banka Slovenije uporablja mehanizme pogojevanja tečajev po pogodbi o sodelovanju kot nadomestek za signaliziranje namer politike deviznega

tečaja. Z določanjem tečajev se signali centralne banke neposredno prenašajo v širši finančni in realni sektor.

Likvidnostna lestvica – S 1. januarjem 2002 je začel veljati Sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti, ki jo mora banka zagotavljati. Ta je nadomestil nekatere do tedaj veljavne sklepe, zato sta s 1. januarjem 2002 prenehala veljati sklepa o devizni likvidnostni lestvici in tolarski likvidnostni lestvici, s 15. februarjem 2002 pa je prenehal veljati tudi sklep o izpolnjevanju najmanjšega zneska deviz, ki ga morajo imeti pooblaščne banke (devizni minimum).

Vsaka banka, ki opravlja posle s tujimi plačilnimi sredstvi, mora dnevno izračunavati in poročati Banki Slovenije o doseganju količnikov likvidnosti ter o deviznih likvidnih naložbah. Količniki likvidnosti se računajo kot razmerja med naložbami in obveznostmi po preostali zapadlosti, ločeno za tolarski in devizni del v prvem razredu (preostala zapadlost od 0 do 30 dni) in v drugem razredu (preostala zapadlost od 0 do 180 dni) ter so določeni v višini 1,0. Sklep predpisuje tudi doseganje minimalnega obsega deviznih likvidnih naložb in obveznega vpisa blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju. Tako so banke dolžne v drugem razredu deviznega dela dnevno zagotavljati vsoto terjatev v tujem denarju do Banke Slovenije, Republike Slovenije, tujih in domačih bank, naložb v tuje vrednostne papirje in tuje gotovine v višini, ki je enaka najmanj 80% bilančnih obveznosti v drugem razredu deviznega dela po stanju na zadnji delovni dan preteklega meseca. Blagajniški zapisi Banke Slovenije v tujem denarju pa morajo predstavljati najmanj 45% deviznih bilančnih obveznosti v drugem razredu. Banka Slovenije je bankam, ki so podpisale posebno pogodbo o sodelovanju pri posegih na trgu tujega denarja, omogočila, da izpolnjujejo le skupni količnik likvidnosti v prvem in v drugem razredu. V kolikor banka ne dosega predpisanih obveznosti, se ji izrečejo ukrepi po zakonu o Banki Slovenije (Sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti banke, 2002). Poleg tega mora banka mesečno poročati o zagotavljanju kapitalski ustreznosti. Kapitalaska zahteva za valutno tveganje se izračuna v višini 8% skupne neto pozicije v tuji valuti (Sklep o kapitalski ustreznosti, 2002).

Uravnavanje portfeljskih naložb tujih oseb – Banka Slovenije je na področju portfeljskih naložb tujih oseb v vrednostne papirje v skladu z evropskim sporazumom o pridružitvi med Republiko Slovenijo in Evropskimi skupnostmi ter njihovimi državami članicami začasno ohranila omejitve pri pretoku kratkoročnega kapitala. Tuji portfeljski investitor lahko opravi nakup vrednostnih papirjev prek borzno-posredniške hiše ali banke v breme skrbniškega računa, odprtega pri banki. Ob nakupu je banka dolžna za kupljene vrednostne papirje vplačati premijo za nakup pravice do nakupa deviz pri BS, razen v primeru, ko se nerezident s pogodbo odpove razpolagalni pravici s papirji za dobo enega leta. S pogodbo se nerezident zaveže, da vrednostnih papirjev ne bo prodal domači osebi ali v tem času drugače razpolagal z vrednostnimi papirji (Letno poročilo Banke Slovenije, 2000, str. 43).

Dnevne intervencije – Za slovenski devizni trg so značilne tudi občasne intervencije Banke Slovenije. Zanje se odloči takrat, kadar na podlagi makroekonomskih ciljev presodi, da

gibanje tečajev ni v skladu z zastavljenimi makroekonomskimi cilji. Centralna banka ne posreduje z nakupi in prodajami deviz, pač pa z določitvijo izhodiščnega tečaja oz. razpona v okviru katerega lahko banke oblikujejo svoje tečaje na posameznih trgih.

4.3.5. Pogodba o sodelovanju banke in Banke Slovenije na trgih tujega denarja

Prve pogodbe o sodelovanju pri posegih na trgih tujega denarja je Banka Slovenije podpisala z nekaterimi bankami konec leta 1997. Pogodba, skupaj z aneksom sklenjenim konec leta 1999, ki je opredeljevala medsebojne pravice in obveznosti, je podpisalo dvanajst bank. Zaradi institucionalnih sprememb, zlasti uvedbe deviznih računov za podjetja in možnosti nakupov vrednostnih papirjev v tujini, se je znatno povečala variabilnost tokov tujega denarja. Zato je Banka Slovenije v začetku leta 2000 predlagala spremembo pogodbenega odnosa. Novo pogodbo, ki velja od začetka aprila 2000 in je nadomestila staro, je podpisalo 22 bank. Oktobra 2001 je Banka Slovenije ponudila bankam v podpis aneks k osnovni pogodbi, ki ga je podpisalo 20 bank.

Pogodba o sodelovanju, ki so jo sklenile banke in Banka Slovenije, opredeljuje skupno delovanje na trgih tujega denarja. Pogodbene banke v času interventnega posega sklepajo posle nakupa in prodaje deviz v skladu z interventnim tečajem, ki ga določi Banka Slovenije. V celotnem času veljavnosti pogodbe imajo pogodbene banke dostop do dodatnih ponudb Banke Slovenije, zlasti lahko z začasnimi prodajami Banki Slovenije refinancirajo nakupe deviz na trgu, oziroma primanjkljaj deviz pokrijejo z začasnimi nakupi pri Banki Slovenije. Stalnost ponudbe brez količinskih omejitev bankam omogoča tudi skupno uravnavanje likvidnosti ne glede na valuto.

V nadaljevanju bom opisala nekaj pomembnejših členov pogodbe o sodelovanju na trgu tujega denarja (Pogodba o sodelovanju banke in Banke Slovenije na trgu tujega denarja, 2000):

- Banka Slovenije določi izhodiščni tečaj EUR/SIT, na podlagi katerega se izračuna najnižji nakupni in najvišji prodajni tečaj, po katerem mora banka kupovati oz. prodajati devize na trgu tujega denarja;
- Banka Slovenije določi največji razmik od izhodiščnega tečaja, ki ni manjši od 0,2%;
- pogodbeni banka mora na trgu deviz kupovati (prodajati) najmanj 90% deviz po najmanj najnižjem nakupnem tečaju (največ najvišjem prodajnem tečaju);
- pogodbeni banka mora na menjalniškem trgu odkupovati (prodajati) evre po tečaju, ki ne sme biti nižji (višji) od najnižjega nakupnega (najvišjega prodajnega) tečaja za več kot 0,2%, gotovino držav Švice, Velike Britanije in ZDA pa po tečaju, preračunanem v tečaj za evro, ki ne sme biti nižji (višji) od najnižjega nakupnega (najvišjega prodajnega) tečaja za več kot 0,4%;
- Banka Slovenije omogoča pogodbeni banki, da z namenom uravnavanja skupne neto pozicije v tuji valuti začasno proda devize Banki Slovenije oz. jih od nje začasno odkupi;

- Banka Slovenije lahko odkupi oz. prodaja devize tudi dokončno, terminsko za določeno obdobje vnaprej, po tečaju, ki ga bo določila v skladu z gibanji na trgu tujega denarja in cilji politike deviznega tečaja;
- pogodbeni banki lahko namesto ločenih količnikov likvidnosti, za tolarske in devizne terjatve in obveznosti zagotavlja enotni količnik likvidnosti z združitvijo tolarskih in deviznih postavk glede na preostalo vrednost.

Vsaka pogodbeni banka mora izpolnjevati pogoje, ki jih določi Banka Slovenije v obdobju interveniranja. V nasprotnem primeru lahko Banka Slovenije izključi pogodbeno banko, ki krši določila pogodbe, od dostopa do prednosti pri instrumentih, ki so določeni s to pogodbo za največ tri mesece. Banka Slovenije lahko ob ugotovitvi kršitve odpove pogodbo tudi brez odpovednega roka. V primeru, da Banka Slovenije ne izpolnjuje pogodbenih obveznosti, lahko pogodbeni banka enostransko odstopi od pogodbe z odpovednim rokom treh dni.

4.4. PREGLED DOGAJANJA NA SLOVENSKEM DEVIZNEM TRGU OD LETA 1999 NAPREJ

Dogajanje na slovenskem deviznem trgu in gibanje deviznega tečaja se je od leta 1999 do danes spreminjalo. Zato bom v nadaljevanju opisala, kaj se je v preteklih letih dogajalo na slovenskem deviznem trgu, in kakšno vlogo je pri tem imela Banka Slovenije.

4.4.1. Devizni trg in devizni tečaj

Leto 1999 – Ponudba tujega denarja se je od leta 1996 do leta 1998 postopno zmanjševala. Skupne devizne rezerve so se iz 907 mio ameriških dolarjev v letu 1996, zmanjšale na 201 mio dolarjev v letu 1998. To je privedlo do tega, da je leta 1999 prvič po osamosvojitvi Slovenije prišlo do presežnega povpraševanja po tujem denarju. Skupni denarni odtok v tujino iz deviznih rezerv bank in Banke Slovenije je v celem letu znašal 145 mio dolarjev. Presežno povpraševanje po tujem denarju je izviralo predvsem od podjetij na deviznem trgu (neto 271,9 mio dolarjev) in manj od prebivalstva v menjalnicah (neto 57,6 mio dolarjev). Ker pritoki iz finančnih transakcij s tujino niso zadoščali za pokritje primanjkljaja tekočih transakcij v višini 581 mio dolarjev, je razliko pokrivala Banka Slovenije s posegi na trgih tujega denarja. O posegih Banke Slovenije nekoliko kasneje.

Nov devizni zakon je omogočil uvedbo računov v tujem denarju za podjetja, ki so od septembra dalje vpeljala na devizni trg dodaten element negotovosti. Do konca leta se je stanje na teh računih povečalo za 153,8 mio dolarjev in prav toliko je bilo umaknjeno iz ponudbe na deviznem trgu. V oktobru in novembru so se razmere na deviznem trgu uravnotežile. Zaradi presežnega povpraševanja po devizah v drugi polovici decembra je

Banka Slovenije ponovno okrepila začasne in dokončne prodaje deviz bankam in s pogojevanjem tečaja vplivala na pospešeno razvrednotenje tolarja do konca leta 1999.

Takratni tečaj nemške marke je od 96,40 SIT/DEM, konec decembra 1998 porasel do konca obdobja interveniranja Banke Slovenije z interventnim odkupnim tečajem v marcu na raven 97,50 SIT/DEM, kjer se je ohranjal do začetka druge dekade aprila, potem pa se je do sredine maja povečal za 1,8 tolarja na 99,30 SIT/DEM. V maju je Banka Slovenije postopno zniževala razliko med svojim prodajnim tečajem in tečajem za nakup deviz za vpis 120 dnevnih blagajniških zapisov v tujem denarju (DBZ) od 1,25 na 0,6 odstotne točke in s tem stabilizirala tečaj na deviznem trgu. Zaradi ponovne hitre rasti tečajev v drugi polovici junija je Banka Slovenije v začetku julija izboljševala pogoje za vpis 120 dnevni DBZ. Ko je tečaj dosegel 100,80 SIT/DEM je pričela s interventnim prodajnim tečajem in od takrat dalje, pa do konca septembra, se je tečaj zmanjšal za 0,6 tolarja na 100,20 SIT/DEM. Da bi vplivala na dvig tržnih tečajev, je Banka Slovenije od 27. septembra dalje tedensko višala pogojevana tečaja (po 0,1 SIT/EUR) za banke, ki so bile udeležene v swapu oziroma obratnem swapu deviz. Da bi bankam manjšala stroške uravnavanja devizne in tolarске likvidnosti, so bile obrestne mere v novembru dvakrat znižane, pri swapu deviz na 2,5% in pri obratnem swapu na 2%. Proti koncu leta je tečaj postopoma naraščal in končal na 101,60 SIT/DEM v decembru. Od začetka do konca leta je tečaj porasel za 5,4% (leto prej 2,2%).

Tečaj v menjalnicah je do začetka maja zaostajal za tečajem deviznega trga. Zaradi hitre rasti menjalniškega tečaja je Banka Slovenije maja posegla na trg tujega denarja. Pred posegom je tečaj dosegel 100,00 SIT/DEM, s čimer je za 0,7 tolarja presegel tečaj deviznega trga. Po intervenciji Banke Slovenije se je postopno umirjal do konca avgusta, od takrat dalje rahlo zaostajal, a se je gibal v skladu s tečajem deviznega trga. Konec decembra je znašal 101,50 SIT/DEM, v vsem letu pa je porasel za 5,1%.

Nominalni efektivni devizni tečaj, merjen z utežmi slovenske zunanjetrgovinske košarice, je v enem letu do decembra porasel za 7,8%, tretjino več od tečaja nemške marke tudi zaradi rasti vrednosti ameriškega dolarja.

Realni efektivni tečaj - Tolar je realno depreciral za 5,7%, merjeno z razmerjem med spremembo tečaja in razmerjem med cenami tujih in domačih proizvajalcev. Za 3,2% je tolar depreciral glede na relativne stroške dela na enoto proizvodnje in za 1,4% v primerjavi s cenami življenjskih stroškov.

Leto 2000 – Trgi tujega denarja so bili v letu 2000 pod močnim vplivom plačilno bilančnih gibanj in odločitev ekonomskih subjektov o obliki njihovih naložb. Visoki finančni pritoki iz tujine, predvsem iz naslova zadolževanja, so v vsem letu dosegli 1055 mio dolarjev, kar je največ po osamosvojitvi Slovenije, ter so v celoti financirali primanjkljaj tekočih transakcij (594 mio dolarjev) ter povečali devizne rezerve bank in Banke Slovenije za 461 mio dolarjev. Stanje deviznih vlog prebivalstva se je od konca leta 1999 do konca leta 2000 povečalo za

212 mio dolarjev - na 2523 mio dolarjev, stanje na računih podjetij v tujem denarju pa za 149 mio dolarjev - na 303 mio dolarjev.

V letu 2000 smo bili priča trem različnim obdobjem na trgu tujega denarja: prvo četrletje kot obdobje presežnega povpraševanja po devizah, drugo četrletje kot obdobje izravnane ponudbe in povpraševanja po devizah ter drugo polletje kot obdobje presežne ponudbe deviz. Skupno so banke na deviznem in menjalniškem trgu v prvem četrletju neto prodale za 139,7 mio dolarjev deviz, v drugem četrletju neto odkupile za 9,8 mio dolarjev in v drugem polletju za 272 mio dolarjev deviz. Kar pomeni, da so v vsem letu banke na deviznem trgu neto odkupile za 182 mio dolarjev deviz, na menjalniškem trgu pa neto prodale za 40 mio dolarjev tuje gotovine.

Zaradi presežnega povpraševanja je tečaj v prvih dveh mesecih rasel za 0,8%. Za odpravo nesorazmerij na deviznem trgu in za stabiliziranje tečaja je Banka Slovenije omogočala bankam nakup deviz za vpis 120-dnevnih blagajniških zapisov v tujem denarju. V prvih treh mesecih so tako banke od Banke Slovenije odkupile 245 mio dolarjev deviz. S povečano ponudbo deviz in spreminjanjem tečajev svojih instrumentov je Banka Slovenije vplivala na upočasnjevanje rasti deviznih tečajev. Rast tečaja nemške marke se je v marcu zmanjšala na 0,7%, v naslednjih treh mesecih se je ustalila na okrog 0,6%. Zaradi hitre rasti tečajev v juniju in v začetku julija je Banka Slovenije v septembru posegala na trge tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja, zato da bi upočasnila rast tečajev. V juliju se je rast nemške marke upočasnila na 0,5%, avgusta na 0,3%, v septembru in oktobru na 0,4%. Konec oktobra in začetek novembra je Banka Slovenije ponovno posegla na trgih tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja, tokrat da bi pospešila njegovo rast. V zadnjih dveh mesecih je tečaj na trgih tujega denarja rasel v povprečju 0,6 odstotno.

Gibanje tečaja nemške marke v menjalnicah je v letu 2000 bolj ali manj sledilo tečaju na deviznem trgu z izjemo dveh kratkih obdobji nekoliko hitrejše rasti (0,9% v februarju in juniju).

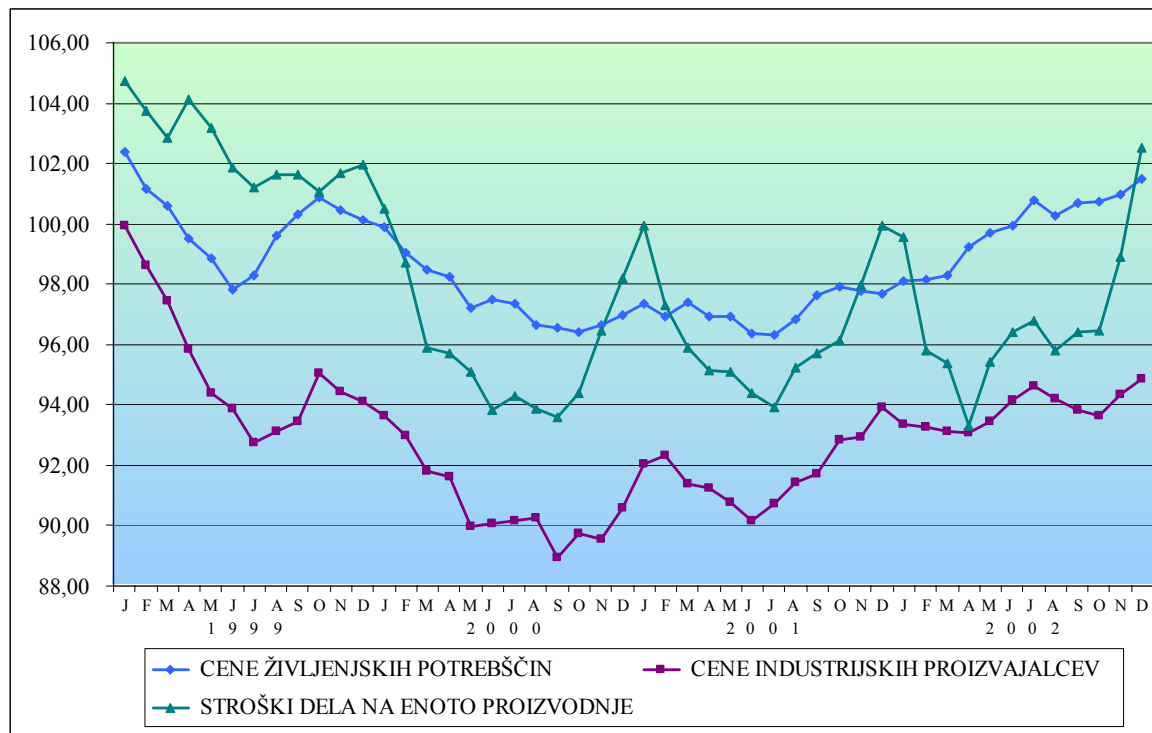
V vsem letu je tečaj nemške marke na deviznem trgu porasel za 7,1% na 108,8 tolarja za marko, na menjalniškem trgu pa za 7,2% na 108,7 tolarjev za marko, rast obeh pa je zaostajala za rastjo cen življenjskih stroškov (8,9%), cen na drobno (10,6%) in cen industrijskih proizvodov (9,2%).

Nominalni efektivni tečaj je v letu 2000 porasel za 9,8%, za dobre 3-odstotne točke več kakor tečaj nemške marke in za odstotno točko več od inflacije, predvsem zaradi rasti vrednosti ameriškega dolarja.

Realni efektivni tečaj - Tolar je v letu 2000 realno depreciral za 4,6%, merjeno z razmerjem med spremembo tečaja in razmerjem med tujimi in domačimi cenami proizvajalcev, ter za 3,6% v primerjavi s relativnimi stroški dela na enoto proizvodnje (glej sliko 3). V primerjavi s

cenami življenjskih stroškov je tolar najmanj depreciral (za 3,3%). Do posameznih valut je bila realna deprecijacija tolarja različna, največja je bila do ameriškega dolarja, za 12,7%, in najmanjša do evra, za 0,6%.

Slika 3: Realni efektivni tečaj tolarja (1995 = 100)



Vir: Letno poročilo Banke Slovenije, 2002.

Leto 2001 - V letu 2001 je neto finančni pritek v Slovenijo znašal kar 1647 mio dolarjev (glej sliko 4), kar predstavlja 8,7% ocenjenega BDP, primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance pa 67 mio dolarjev. Devizne rezerve bank in Banke Slovenije so se tako povečale za 1580 mio. Pritok v neposredne naložbe je znašal 442 mio dolarjev, pritek tuje gotovine prek gospodinjstev pa 691 mio. Velike neposredne naložbe so posledica prodaje kapitalskih deležev tujcem.

V vsem letu je ponudba deviz presegala povpraševanje po devizah na promptnem deviznem trgu za 1857 mio evrov. Na terminknem deviznem trgu so banke prodale za 955 mio evrov več deviz, kakor so jih odkupile. Menjalnice so do avgusta prodale za 28 mio evrov več tuje gotovine, kakor so jo odkupile. Zaradi konverzije valut držav EMU v evre je neto nakup tuje gotovine od septembra do konca leta znašal kar 271 mio evrov. Skupni neto pritek na devizni in menjalniški trg je tako v celotnem letu 2001 znašal 1145 mio evrov. V januarju in februarju je Banka Slovenije neto prodala bankam za 21,7 mia tolarjev deviz, od marca do decembra pa je od njih neto odkupila za 251,5 mia tolarjev deviz.

V prvem četrtletju je rast tečaja evra na deviznem trgu v povprečju znašala nekaj več kot 0,5% na mesec. Zaradi velike presežne ponudbe deviz se je v drugem in tretjem četrtletju

dinamika rasti deviznega tečaja zmanjševala in dosegla septembra manj kot 0,2%. Povprečen mesečni porast v zadnjem četrtletju je znašal približno 0,3%. Porast tečaja evra na deviznem trgu je v letu 2001 znašal 4,4%. V menjalnicah je gibanje tečaja evra sledilo gibanju na deviznem trgu. Letni porast je znašal 4,6%. Uradni tečaj evra je v letu 2001 porasel za 4,8%, uradni tečaj ameriškega dolarja pa za 5,1%. Nominalni efektivni tečaj je porasel za 4,3%. Devizni tečaj Banke Slovenije je od konca leta 2000 iz 211,5 EUR/SIT porasel na 221,4 EUR/SIT konec leta 2001.

Realni efektivni tečaj - Tolar je v prvi polovici leta realno depreciral, v drugi pa apreciral. Skupno je v letu 2001 realno apreciral za 0,7%, merjeno z razmerjem med tujimi in domačimi cenami življenjskih stroškov, in za 1,3%, merjeno z relativnimi stroški dela na enoto proizvodnje. Največ, za 3,7%, je tolar apreciral merjeno s cenami proizvajalcev.

Leto 2002 - V letu 2002 je neto finančni pritok v Slovenijo znašal 1179 mio evrov (5,2% BDP). Na tekočem delu plačilne bilance je bil realiziran presežek v višini kar 392 mio evrov oziroma 1,9% BDP. Devizne rezerve bank in Banke Slovenije so se tako povečale za skoraj 1,6 mia evrov.

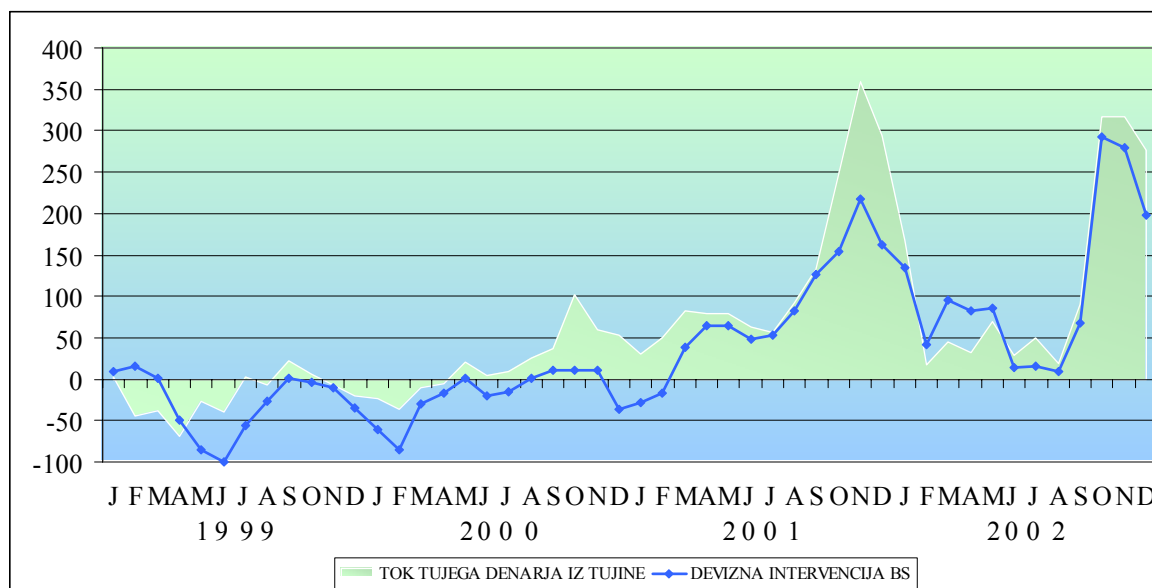
V letu 2002 je ponudba deviz presegala povpraševanje po devizah za 919 mio evrov. Na promptnem deviznem trgu je povpraševanje presegalo ponudbo po devizah za 201 mio evrov. Na terminskem deviznem trgu so banke kupile kar za 1409 mio evrov več deviz, kakor so jih prodale. Velika večina izvira predvsem iz meseca novembra, ko je bila realizirana prodaja večjega slovenskega podjetja tujcem. Menjalnice so v celotnem letu prodale za 289 mio evrov več tuje gotovine, kakor so jo odkupile.

Banka Slovenije je tudi v letu 2002 podpirala rast deviznega tečaja in intervenirala na trgih tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja. Pri tem je trendno upočasnjevala stopnjo deprecijacije tolarja. Do maja je medmesečna dinamika deprecijacije znašala 4% na letni ravni, od maja do konca julija 3,75% in nato 3,5%. Banka Slovenije je praktično vse leto, razen januarja in julija, devize neto odkupovala. Skupaj je v celem letu od bank neto odkupila za 281 mia tolarjev deviz, le-ta pa je bil najobsežnejši v novembru (169 mia tolarjev).

Rast tečaja evra na deviznem trgu se je postopoma zniževala in iz mesečne rasti 0,4% v januarju padla na 0,25% v decembru. Samo v zadnjih treh mesecih leta je povprečna mesečna rast padla pod 0,3%. Banka Slovenije je zaradi preprečevanja nastanka škodljivih šokov na ekonomijo vse leto intervenirala na trgih tujega denarja. Rast tečaja evra je v letu 2002 znašala 3,8%. V menjalnicah so prav tako zabeležili rast v višini 3,8%. Uradni tečaj evra se je leta 2002 zvišal za 4,0%, uradni tečaj ameriškega dolarja pa padel za 11,9%. Nominalni efektivni tečaj tujih valut se je povečal za 1,4%. Konec leta je tečaj Banke Slovenije znašal 230,27 EUR/SIT.

Realni efektivni tečaj – Tečaj tolarja se je vse leto, z manjšo izjemo v drugi polovici leta, povečeval. Od decembra 2001 do decembra 2002 je realno apreciral za 3,9%, merjeno z razmerjem med tujimi in domačimi cenami življenjskih stroškov, za 0,9% merjeno z relativnimi stroški dela na enoto proizvodnje, in za 1,1% merjeno s cenami proizvajalcev.

Slika 4: Tokovi tujega denarja v mio dolarjev na mesec



Vir: Letno poročilo Banke Slovenije, 2002.

4.4.2. Uporaba instrumentov politike deviznega tečaja

Banka Slovenije z različnimi instrumenti vpliva na devizni tečaj (podrobneje sem jih opisala v točki 4.3.1.). Katere in na kakšen način je uporabljala v letih od 1999 do danes, bom opisala v nadaljevanju.

Leto 1999

- *nakupi in prodaje deviz* – V letu 1999 je Banka Slovenije od bank in države kupila za 59,7 mia in prodala za 99,8 mia tolarjev deviz. Po obsegu prometa je bil najpomembnejši posamezni instrument prodaja deviz za vpis blagajniških zapisov v tujem denarju, in sicer so banke pri Banki Slovenije kupile 333,3 mio evrov v protivrednosti 65,1 mia tolarjev. Pri začasnih transakcijah s tujim denarjem je Banka Slovenije odkupila za 27 mia tolarjev deviz, večinoma v okviru pogodbe o sodelovanju pri posegih na trgih tujega denarja in prodala za 23,5 mia tolarjev deviz.
- *signaliziranje in pogojevanje tečajev* – Banka Slovenije je v obdobju od januarja do marca pogodbenim bankam določala najnižji odkupni tečaj ter od njih odkupovala presežke deviz. Sredi maja je v obdobju nestabilnosti na menjalniškem trgu za 10 dni omejila maržo med nakupnim in prodajnim tečajem za tujo gotovino na največ 0,4%. V juliju in

avgustu pa je z interventnim prodajnim tečajem zavirala rast tečaja tolarja. Znatni del leta je bankam, ki so Banki Slovenije začasno prodale devize, določala najnižji odkupni tečaj, vendar meja v obdobjih avtonomne rasti tečajev ni predstavljala omejitve za gibanje tržnih tečajev.

- *blagajniški zapisi v tujem denarju* – Januarja je bilo vpisano za 283,7 mia tolarjev blagajniških zapisov v tujem denarju. Do oktobra je ostalo na približno enakem nivoju, ob koncu leta pa se je povišalo in decembra doseglo 310,9 mia tolarjev. Ob skupnem 10-odstotnemu porastu stanja se je obveznost vpisa iz naslova »deviznega minimuma« povečala za 23%, ostali vpis pa zmanjšal za 35%. Po stanju na zadnji dan leta je bilo 87% blagajniških zapisov vpisanih v evrih in 13% v dolarjih.
- *devizni minimum* – V letu 1999 se je devizni minimum povečal s 378 mia v začetku leta na 447 mia tolarjev v decembru. 44 mia iz naslova deviznih hranilnih vlog prebivalstva in 23 mia iz naslova stanj na deviznih računih domačih pravnih oseb in zasebnikov. Preseganje deviznega minimuma je bilo največje v avgustu, in sicer 23,5% in najnižje aprila v višini 10,1%.
- *odprta devizna pozicija bank* – Skupna odprta devizna pozicija bank je bila na dan 30. 12. 1999 kratka, in sicer so bile devizne obveznosti za 8.037 mio tolarjev večje od deviznih terjatev, kar pomeni 3,8% kapitala bank. Kratko odprto devizno pozicijo je imelo ob koncu leta 16 bank in dolgo 9 bank
- *uravnavanje portfeljskih naložb tujih oseb* - Vplačana premija, ki zagotavlja banki oziroma tujemu portfeljskemu investitorju nakup deviz pri Banki Slovenije, je bila v prvem in drugem četrtletju določena v višini 2,5% stanj portfeljskih nakupov vrednostnih papirjev. V tretjem in četrtem četrtletju je bila znižana na 0,7%.

Leto 2000

- *nakupi in prodaje deviz* – V letu 2000 je Banka Slovenije od bank in države kupila za 516,1 mia in prodala za 518 mia tolarjev deviz. Z dokončnimi transakcijami je Banka Slovenije bankam devize le prodajala, in sicer za vpis blagajniških zapisov v tujem denarju. Banke so pri Banki Slovenije kupile 245 mio evrov v protivrednosti 49,3 mia tolarjev. Pri začasnih transakcijah s tujim denarjem se je znesek odkupov in prodaj v primerjavi s preteklimi leti znatno povečal. Skupaj je Banka Slovenije začasno kupila za 362,7 mia tolarjev deviz in jih začasno prodala za 109,4 mia, z upoštevanjem povratnega dela poslov pa je bilo primarnega denarja več za 11,4 mia tolarjev.
- *signaliziranje in pogojevanje tečajev* – V obdobju veljavnosti prve pogodbe o sodelovanju pri posegih na trg tujega denarja, to je do začetka aprila, Banka Slovenije ni neposredno posegala na trg z intervencijskim nakupnim ali prodajnim tečajem. Celotno obdobje je bankam, ki so začasno prodajale devize, določala najnižje nakupne tečaje, kar pa v obdobjih avtonomne rasti tečajev ni predstavljalo pomembnejše omejitve za gibanje tržnih tečajev. V obdobju po sklenitvi nove pogodbe je Banka Slovenije dvakrat posegla na trg. Od sredine julija do sredine septembra, z namenom zadržati prehitro rast tečaja, in od konca oktobra do sredine novembra, z namenom pospeševati prepočasno rast tržnih

tečajev. Določila je izhodiščni tečaj ter prek njega tudi najvišji prodajni in najnižji nakupni tečaj.

- *blagajniški zapisi v tujem denarju* – Sprememba devizne zakonodaje je prinesla možnost uvedbe deviznih računov podjetij pri domačih bankah. Zato je Banka Slovenije v začetku maja 2000 vpisovanje blagajniških zapisov omejila na domače banke, pred tem pa so jih lahko vpisovale tudi druge domače pravne osebe. Decembra 2000 je bilo v povprečju vpisanih 360,5 mia tolarjev blagajniških zapisov v tujem denarju, kar predstavlja celoletno povečanje za 16%.
- *devizni minimum* – V letu 2000 se je devizni minimum januarja povečal s 456 mia na 570 mia tolarjev v decembru. Za 70 mia iz naslova deviznih hranilnih vlog prebivalstva, 8 mia iz naslova stanj na deviznih računih tujih oseb in za 36 mia tolarjev iz naslova stanj na deviznih računih domačih pravnih oseb in zasebnikov. Najvišje presežanje deviznega minimuma je bilo konec novembra in je znašalo 26,4%, najnižje pa konec aprila v višini 15%.
- *odprta devizna pozicija bank* – Skupna odprta devizna pozicija bank je bila v letu 2000 kratka. Devizne obveznosti so bile za 16.837 mio tolarjev večje od deviznih terjatev, kar pomeni 6,8% kapitala bank. Kratko odprto devizno pozicijo je imelo ob koncu leta 21 bank, dolgo pa le 4.
- *uravnavanje portfeljskih naložb tujih oseb* - Premija za nakup pravice do nakupa deviz pri Banki Slovenije se je skozi leto postopno zmanjševala. V prvem četrtletju je znašala 0,7% stanja portfeljskih nakupov vrednostnih papirjev in se je do četrtega četrtletja znižala na 0,4%.

Leto 2001

- *nakupi in prodaje deviz* – V letu 2001 so bili nakupi deviz s strani Banke Slovenije najpomembnejši vir likvidnosti za bančni sistem. Banka Slovenije je od bank in države kupila za 4073 mia in prodala za 3854 mia tolarjev deviz. Izmed dokončnih transakcij je bankam devize le prodajala, in sicer dokončno iz sedemdnevne začasne prodaje, v protivrednosti 15,8 mia tolarjev v januarju in februarju. Pri začasnih transakcijah s tujim denarjem se je glede na preteklo leto znatno povečal znesek nakupov, kar je bila posledica velikih deviznih pritokov in izrazite presežne ponudbe deviz na deviznem trgu. Skupaj je Banka Slovenije začasno kupila za 4001 mia deviz in jih začasno prodala za 52 mia, z upoštevanjem povratnega dela poslov pa se je primarni denar povečal za 245 mia tolarjev (glej tabelo 1).
- *signaliziranje in pogojevanje tečajev* – Zaradi presežne ponudbe na deviznem in menjalniškem trgu se je Banka Slovenije odzvala z intervencijskim določanjem dinamike rasti deviznega tečaja. Zato je v sredini septembra začela s posegi na trge tujega denarja z določitvijo izhodiščnega tečaja ter prek njega tudi najvišjega prodajnega in najnižjega nakupnega tečaja, tako pa vpliva na zapiranje obrestnega razmika med domačimi in tujimi obrestnimi merami.

- *blagajniški zapisi v tujem denarju* – V letu 2001 je Banka Slovenije zožila nabor blagajniških zapisov v tujem denarju, in sicer je februarja odpravila tiste z ročnostjo nad 120 dni (180, 270 in 360 dni). Celoletno povečanje blagajniških zapisov v tujem denarju je bilo 27%. Decembra 2000 je bilo povprečno vpisano za 360,5 mia tolarjev, nato se je stanje povečevalo do 457,6 mia tolarjev v decembru 2001.
- *devizni minimum in devizna likvidnostna lestvica* – Septembra 2000 je bil sprejet sklep o devizni likvidnostni lestvici, zato so banke aprila 2001 prvič poslale Banki Slovenije tudi poročilo o devizni likvidnosti. Banka Slovenije je oktobra 2001 sprejela sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti, ki jo mora banka zagotavljati, z začetkom veljavnosti 1. 1. 2002 ter tako poenotila spremljanje toolarske in devizne likvidnosti bank. Devizni minimum se je v letu 2001 povečal s 570 mia v januarju na 698 mia tolarjev v decembru, in sicer za 96 mia iz naslova deviznih hranilnih vlog gospodinjstev, za 12 mia iz naslova stanja na deviznih računih tujcev in za 19 mia tolarjev iz naslova stanja na deviznih računih domačih pravnih oseb. Najvišje preseganje deviznega minimuma je bilo konec februarja in je znašalo 27,6%, najnižje pa konec septembra v višini 15%.
- *odprta devizna pozicija bank* – Skupna odprta devizna pozicija bank je bila na dan 31. 12. 2001 kratka. Devizne obveznosti so bile za 6362 mio tolarjev večje od deviznih terjatev, kar pomeni 2,3% kapitala bank. Kratko odprto devizno pozicijo je imelo ob koncu leta 16 bank, dolgo pa le 5 bank.

Tabela 1: Nakupi in prodaje deviz v letu 2000 in 2001

	2000		2001	
	mio evrov	mia tolarjev	mio evrov	mia tolarjev
Dokončni nakupi deviz	217,4	44,2	89,6	19,2
Plačilni promet in drugi posli za državo	217,4	44,2	89,6	19,2
Dokončna prodaja deviz	285,3	57,6	210,2	45,7
Za nakup blagajniških zapisov v tujem denarju	245,0	49,3		
Dokončna prodaja deviz pogodbenim bankam			73,8	15,8
Plačilni promet in drugi posli za državo	40,3	8,3	136,4	29,9
Začasni in povratni nakup deviz	2.271,2	471,9	18.424,5	4.053,6
Začasni nakup po pogodbi - dva meseca	18,5	3,7		
Začasni nakup po pogodbi - en teden	1.727,6	359,0	18.180,5	4.001,4
Povratni nakup deviz (odprta ponudba)				
Povratni nakup po pogodbi - en teden	525,1	109,2	244,0	52,2
Začasne in povratne prodaje deviz	2.218,6	460,5	17.318,2	3.808,6
Začasna prodaja po pogodbi - en teden	526,1	109,4	243,0	52,0
Povratna prodaja po pogodbi - en teden	1.654,5	343,5	17.075,2	3.756,6
Povratna prodaja po pogodbi - dva meseca	38,0	7,6		

Vir: Letno poročilo Banke Slovenije, 2001.

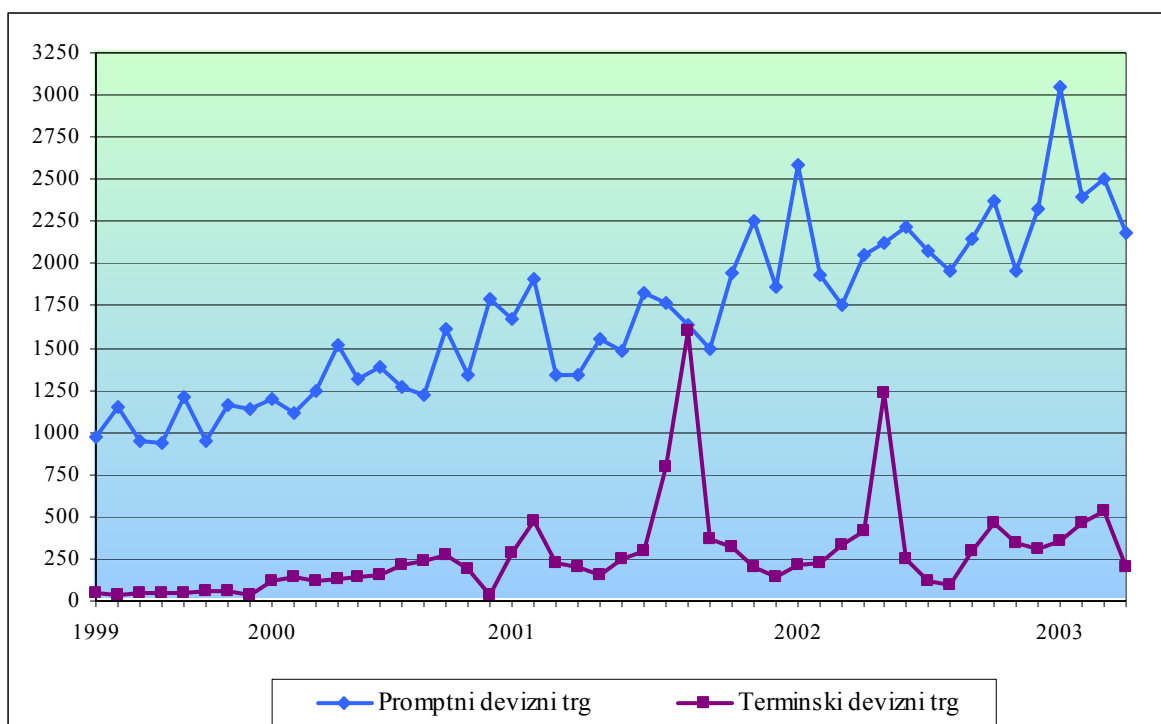
Leto 2002

- *nakupi in prodaje deviz* – Prodaja deviz pri Banki Slovenije je bila v letu 2002 najpomembnejši vir likvidnosti za bančni sistem. Najpomembnejši instrument je bil začasni odkup deviz z obveznim povratnim odkupom čez 7 dni. Le-te je odkupovala do konca oktobra. Na začetku novembra je bil bankam ponujen tudi začasni odkup deviz z obveznim povratnim odkupom čez 270 dni, pri čemer je bila bankam dana možnost dokončne prodaje deviz Banki Slovenije ob zapadlosti posla. Stanje začasno odkupljenih deviz je poraslo z 262 mia v začetku leta na 543,1 mia tolarjev ob koncu leta 2002. Naraščanje je bilo posebno hitro v zadnjih dveh mesecih leta zaradi monetizacije kupnine za Lek. Za potrebe opravljanja plačilnega prometa s tujino je Banka Slovenije Ministrstvu za finance v letu 2002 prodala za neto 51,2 mia tolarjev deviz.
- *signaliziranje in pogojevanje tečajev* – Banka Slovenije je od srede septembra 2001 nadaljevala interveniranje na trgih tujega denarja z določitvijo izhodiščnega tečaja ter prek njega tudi najvišjega prodajnega in najnižjega nakupnega tečaja.
- *blagajniški zapisi v tujem denarju* – Blagajniški zapisi v tujem denarju so bili najpomembnejša oblika zavarovanja, ki jo je zahtevala Banka Slovenije, pri vseh posojilnih instrumentih denarne politike. Poleg teh blagajniških zapisov so banke in hranilnice za pridobitev posojil lahko zastavile še tolarske blagajniške zapise Banke Slovenije in zakladne menice Republike Slovenije. Večji del povpraševanja po blagajniških zapisih v tujem denarju je bil kljub temu pogojen s sklepom o najmanjšem obsegu likvidnosti, ki jo mora zagotavljati banka. Sklep je februarja 2002 nadomestil dotedanji sklep o deviznem minimumu. Blagajniške zapise v tujem denarju so banke vpisovale tudi zaradi izpolnjevanja likvidnostne lestvice. Konec leta 2002 je bilo vpisanih za 555,1 mia tolarjev blagajniških zapisov v evrih in dolarjih, to je za 20,2% več kakor konec leta 2001.
- *likvidnostna lestvica* – Banka Slovenije je oktobra 2001 sprejela sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti, ki jo mora banka zagotavljati. Ta sklep je nadomestil nekatere do tedaj veljavne sklepe, zato sta s 1. januarjem 2002 prenehala veljati sklepa o devizni likvidnostni lestvici in tolarski likvidnostni lestvici, s 15. februarjem 2002 pa je prenehal veljati sklep o izpolnjevanju najmanjšega zneska deviz, ki ga morajo imeti pooblaščenke banke (devizni minimum). Povprečni količnik likvidnosti vseh bank je na dan 31. decembra 2002 znašal v prvem razredu 1,11 in v drugem razredu 1,09.
- *odprta devizna pozicija bank* – Devizne obveznosti so bile 27. junija 2002 za 9953 mio tolarjev večje od deviznih terjatev, kar pomeni 3,6% kapitala bank. Skupna odprta devizna pozicija bank je bila na ta dan kratka. Kratko odprto devizno pozicijo je imelo 13 bank, dolgo pa 8 bank. 30. junija 2002 je prenehal veljati Sklep o neizravnanih aktivnih in pasivnih postavkah banke v tujem denarju. Zavarovanje pred deviznim tveganjem je bilo po prenehanju veljavnosti sklepa o neizravnanih aktivnih in pasivnih postavkah urejeno s sklepom o kapitalski ustreznosti bank.

4.4.3. Promet na slovenskem promptnem in terminskem deviznem trgu

Iz slike 5 je razvidno, da se je promet na slovenskem deviznem trgu od leta 1999 do oktobra 2003 povečal za dobrih 1.200 mio EUR. Povečanje prometa na deviznem trgu za 86% je predstavljal promptni devizni trg, ki je v Sloveniji še vedno po prometu obsežnejši od terminskega deviznega trga, kjer se je promet povečal le za 168 mio EUR. Terminski trg je zelo pomemben v tistih finančno razvitih državah, kjer je devizni tečaj spremenljiv. V Sloveniji sicer imamo uravnavno drseč devizni tečaj, vendar je njegova rast predvidljiva, v letu 2003 bo predvidoma znašala 2,8% letno, zato zavarovanje s terminskimi pogodbami ni smiselno, poleg tega pa so stroški zavarovanja zelo visoki.

Slika 5: Promet na promptnem in terminskem deviznem trgu po poravnavi posla v mio EUR



Vir: Bilten Banke Slovenije, 2003.

Terminski trg bo imel pomembnejšo vlogo, ko bo Slovenija vstopila v ERM2. Takrat bo Banka Slovenije določila centralno pariteto proti EUR, ki bo lahko nihala v koridorju +/- 2,25% ali +/- 15%. Kakšen bo koridor, bo odvisno od moči naših pogajalcev. Po mnenju nekaterih ekonomistov (največji zagovornik je evropski komisar za gospodarske in denarne zadeve Pedro Solbes) je nihanje v razponu +/- 15% preširoko. Ker je valuta, ki se giblje v takšnem razponu nestanovitna, zagovarjajo in skušajo doseči ožje meje razpona in sicer +/- 2,25%. Tečaj EUR/SIT se bo moral gibati znotraj teh mej in zavarovanje s terminskimi pogodbami bo dobilo pomembnejšo vlogo.

4.4.4. Delovanje Banke Slovenije v letu 2003

V letu 2003 je inflacija znašala 5%, devizni tečaj pa se je spremenil za 2,8%. Banka Slovenije je v marcu dodatno upočasnila dinamiko deprecijacije domače valute. Tekoča rast tečaja je bila do meseca maja nekaj pod 3,0% na letni ravni, medletno pa znaša okoli 3,5%. Devizni tečaj Banke Slovenije je iz 230,27 EUR/SIT v začetku leta, porasel na 236,22 EUR/SIT do konca novembra tega leta (gibanje tečaja EUR/SIT je grafično prikazano v prilogi 1).

Banka Slovenije je januarja sprejela sklep o prenehanju prodaje 360-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov. Začasno je zaprla ponudbo za začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju z obveznim povratnim odkupom čez dva meseca. Marca je znižala stopnjo rasti interventnega deviznega tečaja s 3,5% na 3%. Banka Slovenije je znižala tudi ceno začasnega nakupa deviz od bank s 4,5% na 4% in ceno začasne prodaje deviz z 2,5% na 2%. Konec meseca marca je Banka Slovenije prenehala intervenirati na deviznem trgu z določanjem dinamike rasti interventnega deviznega tečaja, čeprav je v začetku aprila ponovno intervenirala v smeri zapiranja obrestne paritete. Junija svet Banke Slovenije sprejme spremembo sklepa o najmanjšem obsegu likvidnosti, ki jo mora zagotavljati poslovna banka, katere namen je omogočiti bankam učinkovitejšo uporabo domačih deviznih virov za kreditiranje gospodarstva. Banka Slovenije je v juliju in avgustu večkrat posegla na deviznem trgu z namenom upočasnitve rasti deviznega tečaja. Tokrat so posegi trajali le nekaj dni in so bili usmerjeni v upočasnitev rasti tečaja, medtem ko so posegi v začetku leta podpirali rast tečaja. Od začetka leta do oktobra je Banka Slovenije intervenirala 106 dni, kar predstavlja 39% opazovanega obdobja. Večji del interveniranja je bil izveden v začetku leta v obdobju do 24. marca in se je nanašal na stabilizacijo razmer in absorbcijo likvidnosti iz naslova neposrednih naložb iz prejšnjega leta. Podatki se navezujejo na prve tri kvartale v letu 2003 (Uresničevnje kratkoročnih usmeritev denarne politike, 2003, str. 19-20).

5. SKLEP

Leta 1991 je Slovenija z uvedbo tolarja, kot nacionalne valute, dosegla suverenost nad vodenjem denarne politike. Postala je samostojna država z lastno denarno politiko, katero vodi še danes. Začela je razvijati svoj finančni sistem, ki je v zadnjih letih pomembno vplival na gospodarski razvoj države. Slovenski finančni prostor je zelo majhen, zato je povezovanje in sodelovanje s finančno razvitimi gospodarstvi strateškega pomena. Vendar pa je za uspešno vodenje zunanje trgovine potreben urejen in razvit devizni trg. Le-ta lahko ublaži posledice, ki jih prinesejo nepredvidljiva nihanja deviznih tečajev. Sprememba deviznega tečaja ima za posledico spremembo domačih cen podjetij, poleg tega vpliva tudi na uspešnost podjetij iz drugih gospodarstev, ki izvažajo ali uvažajo iz tega gospodarstva. Nepredvidljiva nihanja deviznega tečaja so manj ugodna ravno za mlada in majhna gospodarstva, kot je slovensko. Vendar pa je Slovenija v zadnjih letih s svojo denarno in tečajno politiko dokazala, da je

sposobno držati devizni tečaj na ravni, ki je ugoden za slovensko gospodarstvo in slovenske izvoznike.

Najpomembnejšo vlogo na slovenskem deviznem trgu ima Banka Slovenije, saj ima pristojnosti upravljanja in oblikovanja deviznega tečaja, določanja višine deviznih rezerv, določanja količine deviz v obtoku in interveniranja na deviznem trgu, ko je to potrebno. Banka Slovenije z različnimi instrumenti politike deviznega tečaja vpliva na devizni tečaj in na podlagi Pogodbe o sodelovanju banke in Banke Slovenije na trgih tujega denarja, teži k doseganju zastavljenih bližnjih in končnih ciljev. Končni cilj Banke Slovenije je cenovna stabilnost cen in višina inflacije primerljiva z evropsko.

Promet na slovenskem deviznem trgu se je od leta 1999 do danes povečal za 1200 mio EUR, kar kaže na vedno večjo pomembnost deviznega poslovanja v Sloveniji. Najpomembnejši trg še vedno ostaja promptni devizni trg, saj je njegov delež v celotnem povečanju prometa na deviznem trgu, kar 86%. Zaradi predvidljivosti rasti deviznega tečaja EUR/SIT, ki bo v letu 2003 znašala 2,8% (glej priložo 2), terminski trg ni tako zanimiv, saj zavarovanje s terminskimi pogodbami ni smiselno. Vendar pa bo z vstopom Slovenije v ERM2 dobil pomembnejšo vlogo.

Tečaj EUR/SIT je januarja 1999 znašal 190 SIT/EUR in je do decembra 2003 porasel na 236 SIT/EUR, kar predstavlja 24% nominalno povečanje tečaja. Realni efektivni tečaj tolarja je v letu 1999 in 2000, v primerjavi s cenami življenjskih potrebščin, realno depreciral, medtem ko je v letu 2001 in 2002 realno apreciral. To pomeni, da slovenski tolar pridobiva na vrednosti v primerjavi s tujimi valutami.

Z vstopom v EU in mehanizem deviznih tečajev ERM2 bo Slovenija izgubila del suverenosti nad vodenjem denarne politike. Največja sprememba bo opazna pri tečajni politiki, saj postane tečaj EUR/SIT stvar skupnega interesa Slovenije in EU, kar pomeni, da z vsako devalvacijo tečaja tolarja, ki na ta način povečuje konkurenčnost slovenskega gospodarstva, začne ponovno teči obdobje dveh let v ERM2. Zato lahko v tem obdobju pričakujemo počasnejšo rast tečaja EUR/SIT kot je bila do sedaj. Z vstopom v ERM2 bo Slovenija skupaj z ECB (Evropska centralna banka) določila centralno pariteto tečaja, ki se bo moral gibati znotraj mej okoli paritete.

Z diplomskim delom sem ugotovila, da je Banka Slovenije pri vodenju tečajne politike dokaj uspešna in na dobri poti, da doseže končne cilje in vstop Slovenije v EU in EMU. Vendar bodo potrebne še številne spremembe, predvsem na področju režima deviznega tečaja, na področju povezovanja bank in širitve ponudbe instrumentov deviznega poslovanja. Vse to pa zahteva visoko strokovno usposobljenost, razvoj v tehnologiji ter sposobnost prilagajanja relativno hitrim spremembam na finančno razvitih trgih.

6. LITERATURA

1. Anžin Jerica: Mednarodne denarne rezerve Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001, 41 str.
2. Cimperman Feliks, Noč Matjaž: Ali obstajajo alternative denarnemu ciljanju. Delovno gradivo Analitsko-raziskovalnega centra Banke Slovenije. Ljubljana: maj 2001.
3. Čufer Uroš: Režim deviznega tečaja in bližnji cilj denarne politike. Bančni vestnik, Ljubljana; 2001, 10, str. 15-18.
4. Dizdarević Vesna: Zavarovanje pred tečajnim tveganjem na primeru podjetja Voga d.o.o. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 39 str.
5. Fischer Stanley: Modern Central Banking, in Forrest Capie (et. al) The Future of Central Banking. Cambridge: Cambridge University Press, 1994. 304 str.
6. Grabbe J. Orlin: International financial markets. 2nd ed. New York: Elsevier, 1991. 421 str.
7. Hull John: Options, Futures & other derivatives. 4 edition. London: Prentice-Hall International, cop., 2000. 698 str.
8. Isard Peter: Exchange Rate Economics. Cambridge University Press, 1995. 270 str.
9. Jazbec Saša: Gradivo za vaje za mednarodne finance. Skripta. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 31 str.
10. Jernejčič Marko: Odprta devizna pozicija bančnega sistema. Bančni vestnik, Ljubljana; 1999. 11, str. 21-25.
11. Knavs Aleš: Upravljanje s tečajnim tveganjem v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 49 str.
12. Kovačič Davorin: Devizni trg in tečaj Banke Slovenije, Bančni vestnik, Ljubljana; 2002, 6, str. 32-34.
13. Kumar Andrej: Mednarodna ekonomika. 1. natis. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 258 str.
14. Lavrač Vladimir: Mednarodne monetarne rezerve, mednarodna likvidnost in vzdrževanje likvidnosti. Ljubljana: Teoretična sekcija Zveze ekonomistov Slovenije in Narodna banka Slovenije, 1985. 20 str.
15. Lavrač Vladimir: Slovenski tolar in evropska monetarna integracija. Zbornik 2. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana; 1994. str. 161-167.
16. Lavrač Vladimir: Sistem in politika deviznega tečaja v Sloveniji in Evropi. Tečajna politika Banke Slovenije – cilji in dileme. Bančni vestnik, Ljubljana; 1995, 3, str. 13-14.
17. Lavtar Nataša: Devizno poslovanje v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 49 str.
18. Mencinger Jože: Oblikovanje tečaja tolarja. Gospodarska gibanja, Ljubljana; 21 (1992), 232, str. 23-37.
19. Mrak Boris: Poslovna tveganja zaradi sprememb deviznega tečaja (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 1994, 9, str. 9-15.
20. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. 1. izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.

21. Rant Andrej: Politika tečaja tolarja. Obrestne mere in devizni tečaj. Ljubljana: CISEF, 1995. 11 str.
22. Rant Andrej: Konvertibilnost tolarja. Bančni vestnik, Ljubljana: 1996, 4, str. 2-9.
23. Ribnikar Ivan: Devizne rezerve centralne banke. Finance, Ljubljana, 1993. 42 str.
24. Ribnikar Ivan: Od denarja do medvedjega trenda: pojmi in izrazi v ekonomiji. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, CISEF, 1994. 228 str.
25. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. III. del: Mednarodni denarni sistem. 3. natis. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 59 str.
26. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija (Dodatek 1998/1999). Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 141 str.
27. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Denar, finančne institucije in denarna politika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
28. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
29. Ribnikar Ivan: Politika deviznega tečaja. Bančni vestnik, Ljubljana; 1999, 11, 47. str
30. Štrukelj Tanja: Upravljanje s tečajnim tveganjem. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 109 str.
31. Veselinovič Draško: Devizno trgovanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 191 str.
32. Veselinovič Draško: Uvod v mednarodne finance. 1. natis. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 67 str.
33. Veselinovič Draško: Zakon o deviznem poslovanju s komentarjem in podzakonskimi akti. Ljubljana, Gospodarski vestnik: 1999. 522 str.
34. Zbašnik Dušan: Mednarodni finančni management. Maribor: Ekonomsko–poslovna fakulteta, 1994. 261 str.

7. VIRI

1. A Quick Introduction to the Foreign Exchange Market.
[URL: <http://www.jameson.on.ca/pages/fxmarket.html>], 23. 10. 2003.
2. Aneks št. 1 k pogodbi o sodelovanju banke in Banke Slovenije na trgih tujega denarja, 2001.
3. Interno gradivo NLB d.d..
4. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1999.
5. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2000.
6. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001.
7. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2002.
8. Nebec Karmen: Instrumenti za zavarovanje pred tečajnim tveganjem.
[URL: http://www.ozs.si/obrtnik/arhiv/97_11/97_11_04.html]
9. Pogodba o sodelovanju banke in Banke Slovenije na trgih tujega denarja, 2000.
10. Sklep o kapitalski ustreznosti. Banka Slovenije, 2002.
11. Sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti banke. Banka Slovenije, 2002.

12. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike, Banka Slovenije, maj 2003.
13. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike, Banka Slovenije, oktober 2003.
14. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99).

SLOVARČEK TUJK

At-the-money – nevtralna izvršilna cena

Bid Price – nakupna cena

Broker – posrednik

Call Option – nakupna opcija

Cash Settlement – denarna poravnava

Commonwealth – državna skupnost narodov britanskega imperija

Currency Swap – valutna zamenjava

Dealer – devizni trgovec

Dealing Centre – trgovalni centri

Economic and Monetary Union (EMU) – Ekonomska in monetarna unija

Exchange Rate Mechanism (ERM2) – mehanizem evropskih menjalnih tečajev

European Central Bank (ECB) – Evropska Centralna Banka

European Union (EU) – Evropska Unija

Exchange Rate Policy – politika deviznega tečaja

Exchange Rate Arrangements – ureditev deviznega tečaja

Foreign Exchange Market (Forex) – devizni trg

Forward – nestandardizirana terminska pogodba

Futures – standardizirana terminska pogodba (STP)

Hedging – zavarovanje

In-the-money – donosna izvršilna cena

Initial Margin – marža

International Monetary Fund (IMF) – Mednarodni denarni sklad

Long Position – dolga devizna pozicija

Market Maker – oblikovalec trga

Market Taker – tržni udeleženec, ki nima nikakršnega vpliva na trgu

Nostro – devizni računi pri tujih bankah

Offer (Ask) Price – prodajna cena

Option writer (seller) – prodajalec opcije

Out-of-the-money – nedonosna izvršilna cena

Over the Counter – bančno okence

Pip – točka

Physical delivery – fizična izpolnitev

Sell Option – prodajna opcija

Short Position – kratka devizna pozicija

Special Drawing Rights (SDR) – posebne pravice črpanja

Spot – valuta dva delovna dneva

Spread – razlika med nakupnim in prodajnim tečajem

Straddle, Strangle, Bear Put or Call Option – kombinacije med istovrstnimi instrumenti

Underlying – osnovni element STP

Value Tom – valuta jutri

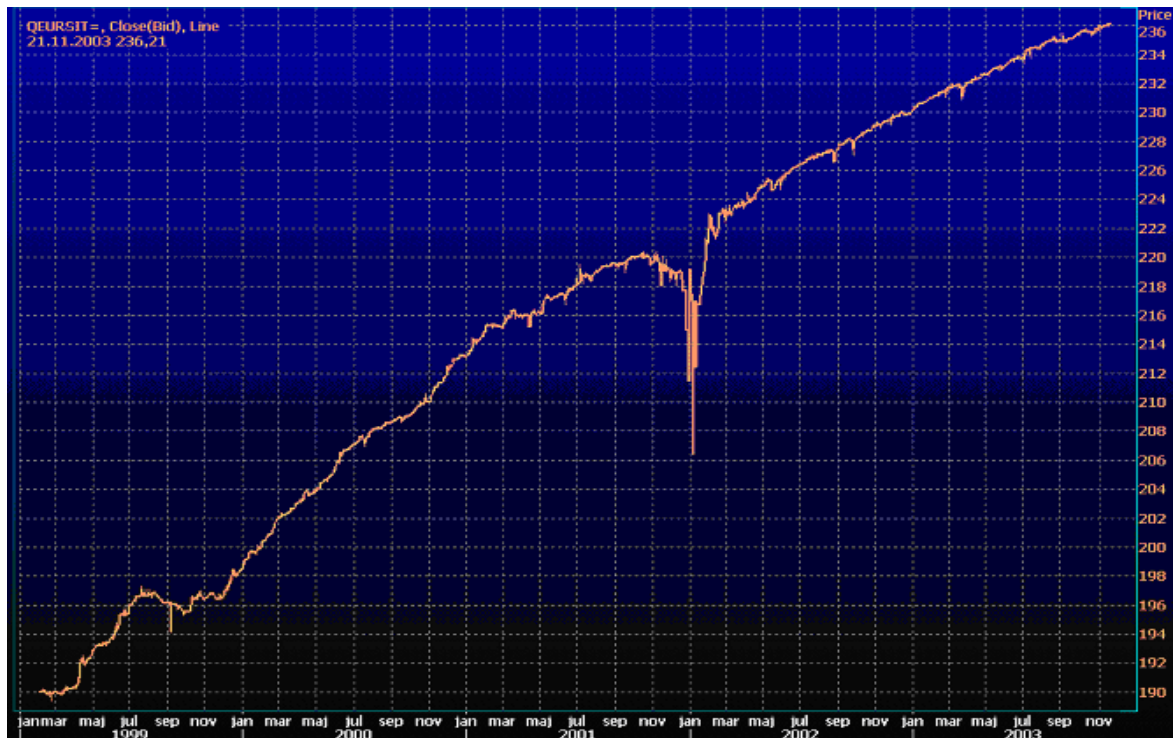
Value Today – valuta danes

PRILOGA

PRILOGA 1: Povprečni dnevni tečaj EUR/SIT.....	55
PRILOGA 2: Stopnja rasti deviznega tečaja EUR/SIT od leta 2000 do novembra 2003	55
PRILOGA 3: Trgovalni sistem Reuters Dealing 3000.....	56
PRILOGA 4: Informacijski sistem Reuters 3000 Xtra	56
PRILOGA 5: Sistem za internetno devizno trgovanje	57

PRILOGA 1: Povprečni dnevni tečaj EUR/SIT

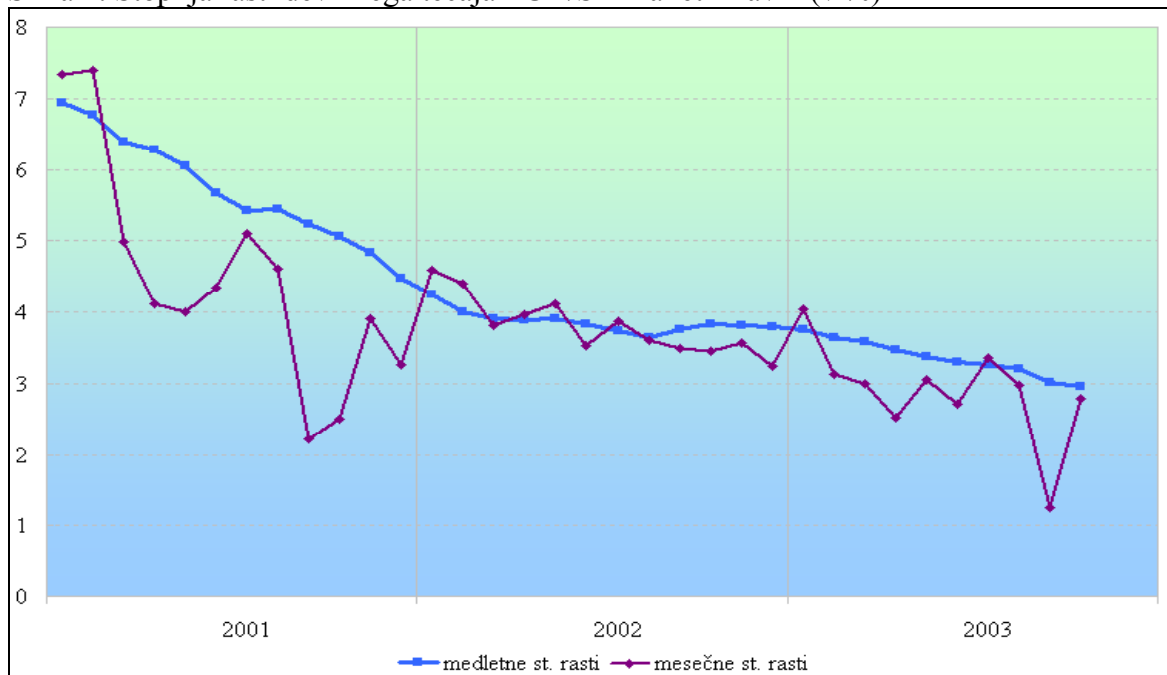
Slika 1: Povprečni dnevni tečaj EUR/SIT v obdobju od januarja 1999 do novembra 2003



Vir: Reuters Xtra, 2003.

PRILOGA 2: Stopnja rasti deviznega tečaja EUR/SIT od leta 2000 do novembra 2003

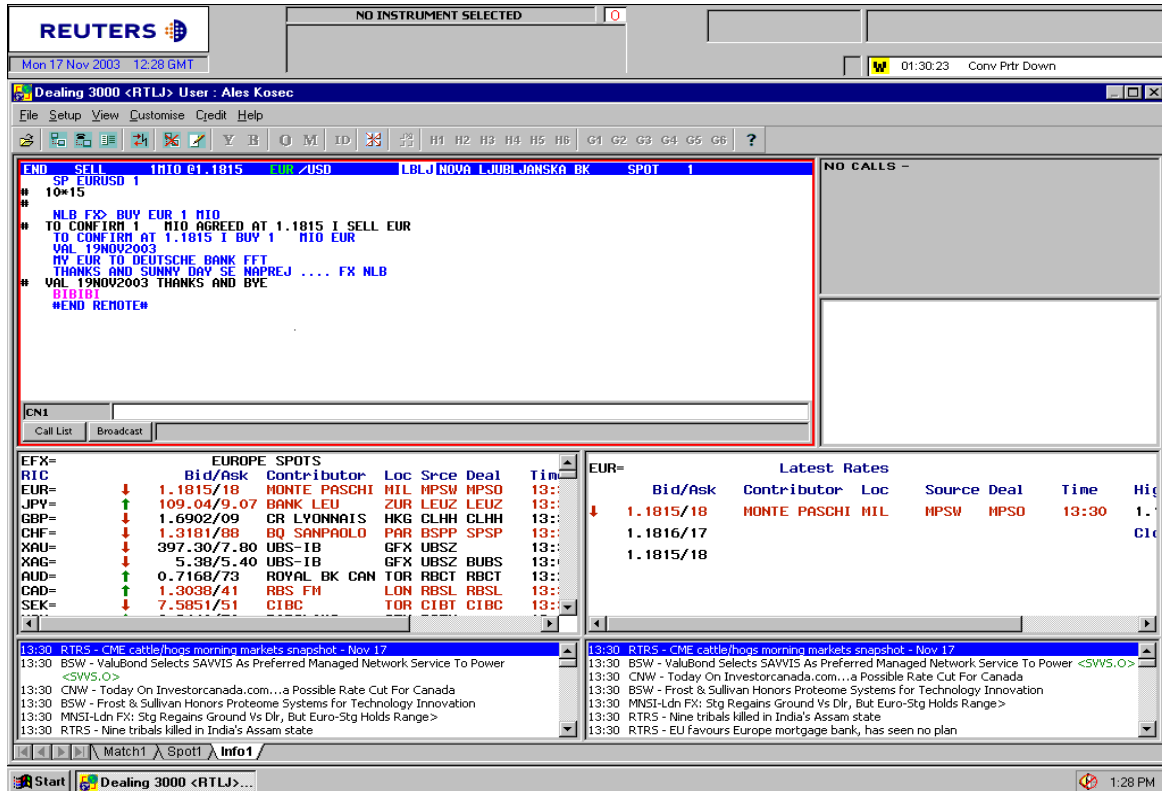
Slika 2: Stopnja rasti deviznega tečaja EUR/SIT na letni ravni (v %)



Vir: Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike, 2003.

PRILOGA 3: Trgovalni sistem Reuters Dealing 3000

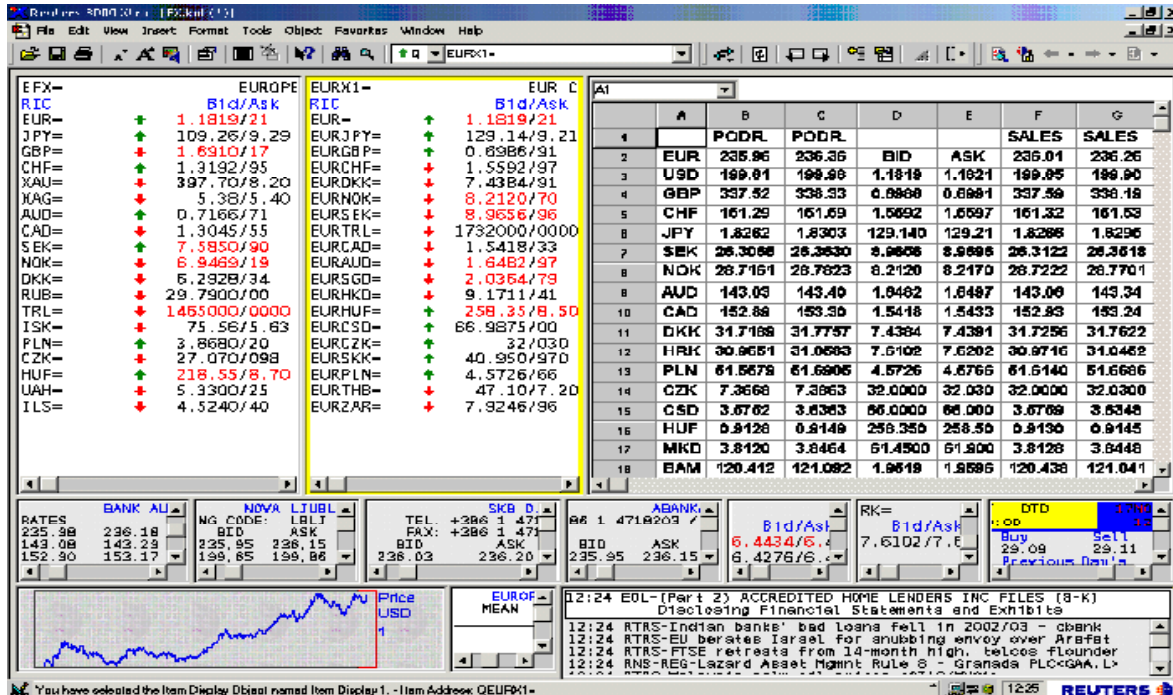
Slika 3: Reuters Dealing 3000



Vir: Reuters, 2003.

PRILOGA 4: Informacijski sistem Reuters 3000 Xtra

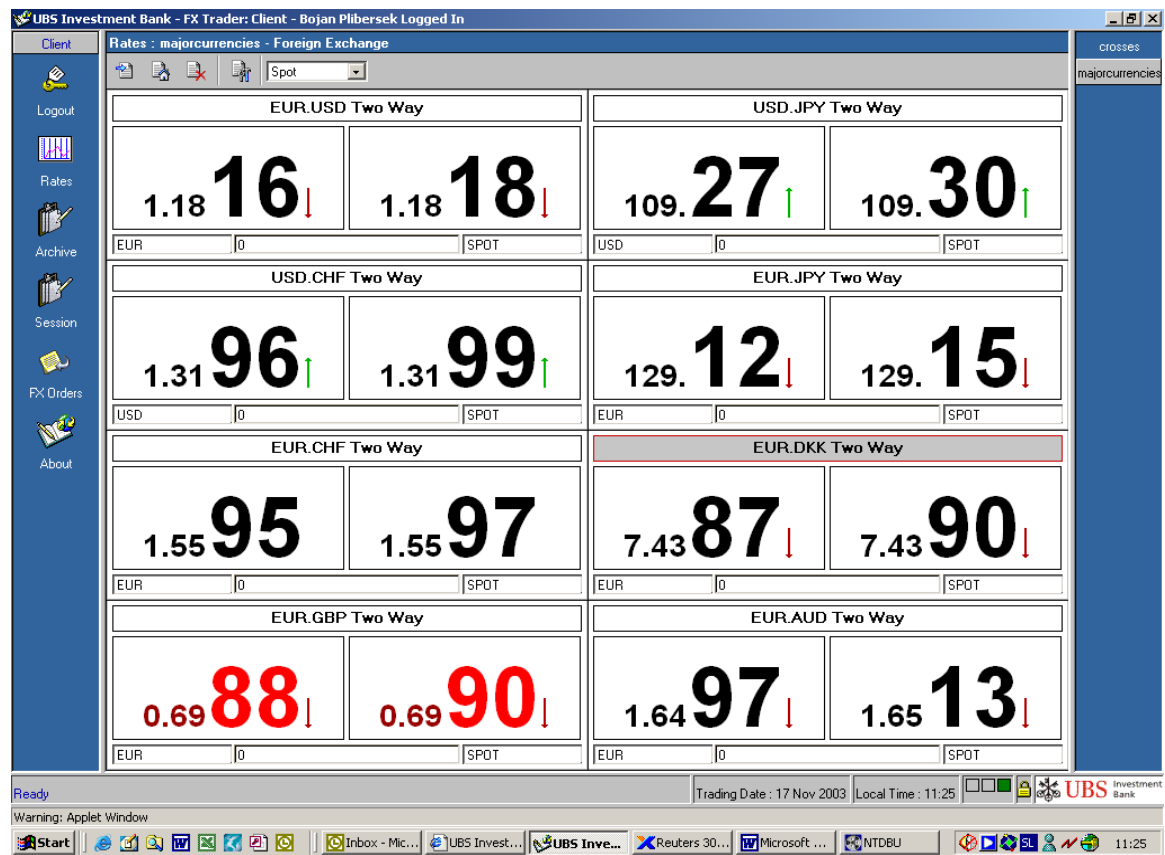
Slika 4: Reuters 3000 Xtra



Vir: Reuters, 2003.

PRILOGA 5: Sistem za internetno devizno trgovanje

Slika 5: UBS FX Trader



Vir: UBS Werbung, 2003.