

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXIII
Broj 1-6/2008.
Beograd
ISSN 0015-2145
UDK 336

2008.

FINANSIJE

1 - 6

Iz sadržaja:

Dr Marinko BOŠNJAK
SOCIOEKONOMSKI I STRUKTURNI NAPREDAK SRBIJE
U TRANZICIONOM PERIODU 2001-2007. GODINA

Prof. dr Srđan MARINKOVIĆ
ORGANIZACIONI ASPEKTI INTERNACIONALIZACIJE
I STABILNOST BANKARSKOG SEKTORA SRBIJE

Prof. dr Ljiljana LUČIĆ
INVESTICIONI FONDOVI SA OSVRTOM NA ZAKON
O INVESTICIONIM FONDOVIMA REPUBLIKE SRBIJE

Dr Saša MUMINOVIĆ, dr Vladan PAVLOVIĆ
PRIMENLJIVOST FOKUSIRANOG INVESTIRANJA
NA BEOGRADSKOJ BERZI

Dr Snežana STOJANOVIĆ
VANBUDŽETSKO FINANSIRANJE U EVROPSKOJ UNIJI

Prof. dr Vlastimir VUKOVIĆ
STRANI KREDITI – EKSPANZIJA I IMPLIKACIJE

Dr Ksenija DENČIĆ-MIHAILOV
GOTOVINA I AKCIJE KAO ALTERNATIVNI OBLICI
FINANSIRANJA PREUZIMANJA PREDUZEĆA

Mr Vladimir NJEGOMIR
SEKJURITIZACIJA U FUNKCIJI FINANSIRANJA I UPRAVLJANJA
RIZIKOM OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA

Dr Bojan S. ĐORĐEVIĆ
SISTEMI SPREČAVANJA PRANJA NOVCA

REPUBLIKA SRBIJA
MINISTARSTVO FINANSIJA

FINANSIJE
ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXIII

Broj: 1-6

2008.

Osnivač i izdavač:

Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Kneza Miloša 20.

www.mfin.sr.gov.yu

*Osnivačka i izdavačka prava preuzeta od Ministarstva finansija SRJ na osnovu
Sporazuma o prenosu osnivačkih prava br. 651-01-1/2003.*

Za izdavača: prof. dr Diana Dragutinović**Uređivački odbor:** prof. dr Veroljub Dugalić, mr Vesna Đukić, prof. dr Gordana Ilić-Popov, prof. dr Pavle Petrović, prof. dr Dejan Popović, prof. dr Božidar Raičević, prof. dr Nebojša Savić, prof. dr Nikola Stevanović, prof. dr Kata Škarić, prof. dr Dušan Vujović (Vašington), prof. dr Boško Živković**Šire članstvo Uređivačkog odbora:** prof. dr Mihail Arandarenko, Miodrag Arsić, prof. dr Boris Begović, prof. dr Aleksandra Jovanović, prof. dr Milena Jovičić, dr Boško Mijatović, dr Branko Milanović (Vašington), Božo Novoselac, prof. dr Željko Šević (London)**Glavni urednik:** prof. dr Dušan Vujović**Zamenik glavnog urednika:** prof. dr Dejan Popović**Urednik:** mr Vesna Đukić**Prevod rezimea:** mr Jasmina Knežević**Redakcija:** Časopis FINANSIJE, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd. Tel. 011 3642-659. E-mail: vdjukic@mfin.gov.rs**Štampa:** Štamparija Ministarstva finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd

*Prvi broj časopisa FINANSIJE izašao je 26. januara 1946. godine.
Od 1. maja 1949. godine, osnivač časopisa je Savezno ministarstvo finansija.
Od 1. januara 2003. godine, prava osnivača i izdavača časopisa preuzima
Ministarstvo finansija Republike Srbije.*

*Izuzetan doprinos razvoju časopisa dali su:
dr Bogoljub Lazarević, dr Milan Golijanin i prof. dr Miroslav Petrović*

FINANSIJE

Časopis za teoriju
i praksu finansija
63. godina, br. 1-6/2008.
Beograd

SADRŽAJ

**EKONOMSKO-FINANSIJSKI
SISTEM SRBIJE**

Dr Marinko BOŠNJAK
SOCIOEKONOMSKI I STRUK-
TURNI NAPREDAK SRBIJE
U TRANZICIONOM PERIODU
2001-2007. GODINA
str. 7

Dr Dragan M. MOMIROVIĆ
IMPLEMENTACIJA NOVOG
MONETARNOG OKVIRA U SRBIJI
- PUT KA CILJANOJ INFLACIJI
str. 50

Prof. dr Srđan MARINKOVIĆ
ORGANIZACIONI ASPEKTI
INTERNACIONALIZACIJE I
STABILNOST BANKARSKOG
SEKTORA SRBIJE
str. 75

Prof. dr Ljiljana LUČIĆ
INVESTICIONI FONDOVI SA
OSVRTOM NA ZAKON O
INVESTICIONIM FONDOVIMA
REPUBLIKE SRBIJE
str. 106

Mr Mirjana M. OBADOVIĆ,
Milica D. OBADOVIĆ
ZNAČAJ PRIMENE ALM
MODELA U OSIGURAVAJUĆIM
KOMPANIJAMA
str. 127

Dr Saša MUMINOVIĆ,
Dr Vladan PAVLOVIĆ
PRIMENJIVOST FOKUSIRANOG
INVESTIRANJA
NA BEOGRADSKOJ BERZI
str. 144

MEĐUNARODNA ISKUSTVA

Dr Snežana STOJANOVIĆ
VANBUDŽETSKO FINANSIRA-
NJE U EVROPSKOJ UNIJI
str. 172

Dr Jadranka ĐUROVIĆ-TODOROVIĆ,
mr Marina ĐOĐEVIĆ
SMANJENJE DODATNOG
PORESKOG OPTEREĆENJA
UPOTREBOM FLAT POREZA
str. 189

FINANSIJE

Prof. dr Vlastimir VUKOVIĆ
STRANI KREDITI – EKSPANZIJA
I IMPLIKACIJE
str. 204

Dr Ksenija DENČIĆ-MIHAILOV
GOTOVINA I AKCIJE KAO
ALTERNATIVNI OBLICI
FINANSIRANJA PREUZIMANJA
PREDUZEĆA
str. 223

Mr Vladimir NJEGOMIR
SEKJURITIZACIJA U FUNKCIJI
FINANSIRANJA I UPRAVLJANJA
RIZIKOM OSIGURAVAJUĆIH
DRUŠTAVA
str. 245

Mr Bojan ANTIĆ
SUVERENI FONDOVI
BOGATSTVA - NOVI VLADARI
GLOBALNE EKONOMIJE
str. 277

Dr Bojan S. ĐORĐEVIĆ
SISTEMI SPREČAVANJA
PRANJA NOVCA
str. 295

POSLOVNA PRAKSA

Miodrag ARSIĆ
PORESKI PODSTICAJI I
ULAGANJE STRANOG KAPITALA
str. 321

PRIKAZI

„DVA VEKA RAZVOJA SRBIJE –
STATISTIČKI PREGLED“
Dr Marinko BOŠNJAK
str. 337

Fridrih fon HAJEK: „CENE I
PROIZVODNJA“
Mr Biljana VITKOVIĆ
str. 341

Saša KRISTIĆ
„IZVORNI PRIHODI U SISTEMU
FINANSIRANJA LOKALNE
SAMOUPRAVE U REPUBLICI
SRBIJI“
Mr Jovica CVETKOVIĆ
str. 350

FINANCE

*Journal for the theory
and practice of finance*
63 years, No 1-6/2008.
Belgrade

CONTENTS

**ECONOMIC-FINANCIAL
SYSTEM OF SERBIA**

Marinko BOŠNJAK, Ph.D
SOCIOECONOMIC AND STRUC-
TURAL PROSPERITY OF SERBIA
IN PERIOD OF TRANSITION
2001-2007
p. 7

Dragan M. MOMIROVIĆ, Ph.D
IMPLEMENTATION OF THE
NEW MONETARY FRAMEWORK
IN SERBIA - TRANSITION
TOWARDS INFLATION
TARGETING
p. 50

Professor Srđan MARINKOVIĆ, Ph.D
THE ORGANIZATIONAL
ASPECTS OF
INTERNATIONALIZATION AND
SOUNDNESS OF SERBIAN
BANKING INDUSTRY
p. 75

Professor Ljiljana LUČIĆ, Ph.D
INVESTMENT FUNDS WITH A

VIEW TO THE LAW ON INVEST-
MENT FUNDS OF THE REPU-
BLIC OF SERBIA

p. 106

Mirjana M. OBADOVIĆ,
Milica D. OBADOVIĆ
THE IMPORTANCE OF ALM MO-
DEL IMPLEMENTATION IN IN-
SURANCE COMPANIES

p. 127

Saša MUMINOVIĆ, Ph.D.
Vladan PAVLOVIĆ, Ph.D.
THE APPLICABILITY OF FOCU-
SED INVESTING ON THE BEL-
GRADE STOCK EXCHANGE

p. 144

**INTERNATIONAL
EXPERIENCE**

Snežana STOJANOVIĆ, Ph.D.
OUTBUDGET FINANCING IN
THE EUROPEAN UNION

p. 172

FINANSIJE

Jadranka ĐUROVIĆ-TODOROVIĆ,
Ph.D. Marina ĐOĐEVIĆ
THE EXCESS BURDEN REDUC-
TION IN USE FLAT TAXATION
p. 189

Professor Vlastimir VUKOVIĆ,
Ph.D.
FOREIGN CREDITS – EXPAN-
SION AND IMPLICATIONS
p. 204

Ksenija DENČIĆ-MIHAJLOV,
Ph. D.
CASH AND EQUITY AS
ALTERNATIVE TAKEOVER
FINANCING MEDIUMS
p. 223

Vladimir NJEGOMIR
SECURITISATION IN THE ROLE
OF INSURANCE COMPANIES'
FINANCING AND RISK
MANAGEMENT
p. 245

Bojan ANTIĆ
SOVEREIGN WEALTH
FUNDS - NEW RULERS OF
GLOBAL ECONOMY
p. 277

Bojan S. ĐORĐEVIĆ, Ph.D
THE ANTI MONEY
LAUNDERING SYSTEMS
p. 295

BUSINESS PRACTICES

Miodrag ARSIĆ
TAX INCENTIVES AND INVEST-
MENT OF FOREIGN CAPITAL
p. 321

REVIEWS

„TWO CENTURIES OF
DEVELOPMENT - SUMMARY
STATISTICS“
Marinko BOŠNJAK, Ph.D.
p. 337

Fridrih fon HAJEK: „PRICES AND
PRODUCTION“
Biljana VITKOVIĆ
p. 341

Saša KRISTIĆ:
„SOURCE OF INCOME IN THE
SYSTEM OF FINANCING LOCAL
ADMINISTRATION IN THE
REPUBLIC OF SERBIA“
Jovica CVETKOVIĆ
p. 350

Rad primljen: 11.08 2008.
UDK: 338.1(497.11) „2001-2007“
JEL: E-60
Pregledni rad

**SOCIOEKONOMSKI I STRUKTURNI
NAPREDAK SRBIJE U TRANZICIONOM
PERIODU 2001-2007. GODINA**

*SOCIOECONOMIC AND STRUCTURAL PROSPERITY OF
SERBIA IN PERIOD OF TRANSITION 2001-2007*

Dr Marinko BOŠNJAK*
Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd

Rezime

U privredi i društvu Srbije, nakon sedam godina tranzicije, preovlađuju pozitivne tendencije. Ekonomski napredak Srbije možemo uočiti u uspostavljanju trenda relativno brzog privrednog rasta, povećanju izvoza i deviznih rezervi, povećanju priliva direktnih stranih investicija, rastu finansijskog sektora i povećanju štednje u bankama, povećanoj efikasnosti privrede na bazi privatizacije i investicija. Društveni napredak Srbije je vidan u uspostavljanju procesa

* Autor se zahvaljuje prof. dr Ljubomiru Madžaru, prof. dr Dušanu Vujoviću i prof. dr Milojku Arsiću na korisnim sugestijama za poboljšanje teksta ovog rada.

demokratizacije i vladavine prava, unapređenja sudstva, smanjivanja korupcije, zaštite ljudskih prava i zaštite manjina i unapređenja regionalne saradnje. Strukturni napredak Srbije se ogleda u unapređenju zakonodavnog i institucionalnog okvira za funkcionisanje demokratskog društva i tržišne privrede, unapređenju poslovnog, investicionog i konkurentskog ambijenta, poboljšanju kredibiliteta zemlje, liberalizaciji cena i spoljne trgovine, privlačenju direktnih stranih investicija, privatizaciji društvenih preduzeća, razvoju malih i srednjih preduzeća i preduzetništva, konsolidaciji javnih finansija i modernizaciji poreskog sistema, razvoju finansijskog sektora, unapređenju tržišta rada, unapređenju obrazovanja i nauke, unapređenju sistema socijalnog osiguranja i sistema socijalne zaštite.

Ključne reči: SRBIJA; TRANZICIJA; MAKROEKONOMSKA KRETANJA; STRUKTURNE REFORME

Summary

Seven years after the period of transition positive tendencies both in economy and society prevail in Serbia. The economic prosperity of Serbia is best reflected by a trend of a relatively fast economic growth, increase of exports and foreign exchange reserves, higher growth of direct foreign investments inflow and increase of savings in banks. Social prosperity of Serbia can be observed in establishing democracy and administration of justice process, improving neighborhood relations, decreasing corruption, protecting human and minorities' rights, as well as enhancing regional cooperation. The structural prosperity of Serbia in the first seven years of transition period is primarily reflected in enhancement of judicial and institutional framework essential for functioning of democratic society and market economy, in enhancement of business efficiency, investment and competition ambient, improved credibility of the country, liberalization of prices and foreign trade, in attracting direct foreign investments, privatization of social enterprises, development of small and medium size enterprises and entrepreneurship, consolidation of public finances and modernization of tax system, development of financial sector, labor market and social protection and welfare systems development.

Key words: SERBIA; TRANSITION; MACROECONOMIC TREND; STRUCTURAL REFORMS

UVOD

Makroekonomski rezultati sedmogodišnje tranzicije u Srbiji pretežno su pozitivni. U periodu od 2001. do 2007. ostvaren je značajan privredni rast, smanjena je inflacija, povećane su devizne rezerve i održana je stabilnost kursa. Na makroekonomskom planu ključni tranzicioni problemi su unutrašnja i spoljna neravnoteža i visok nivo nezaposlenosti i siromaštva. Na strukturnom planu Srbija je pretežno završila privatizaciju društvene svojine u realnom i finansijskom sektoru, a zaostaje u reformi javnog sektora (restrukturiranje i privatizacija javnih preduzeća, reforma javnih službi i državne uprave) i u reformi pravosuđa.

Ako se 1990. uzme kao bazna tranziciona godina onda su tranzicione ekonomije zemalja JIE, uključujući Srbiju veoma zaostajale u nivou privredne razvijenosti i nivou životnog standarda za razvijenim evropskim zemljama – članicama EU. Pad privredne aktivnosti u svim zemljama JIE je bio dubok i njihov ekonomski oporavak trajao je dugo. Neke tranzicione ekonomije u regionu JIE posle 15 godina su dostigle nivo BDP iz 1990. Srbija se 2007. nalazila na 80% BDP iz 1990. i na 50% industrijske proizvodnje iz 1990. godine.

Ključni makroekonomski rezultati Srbije u tranzicionom periodu od 2001. do 2007. su:

- relativno brz rast bruto domaćeg

proizvoda po stopi od 5,5% prosečno godišnje;

- relativna makroekonomska stabilnost merena rastom cena na malo po stopi od 15,5% prosečno godišnje;
- prosečni godišnji rast investicija po stopi od 7,5% i povećanje učešća fiksnih investicija u BDP sa 10,6% u 2001. na 21,7% u 2007. godini;
- relativno visok rast izvoza robe po stopi od 20,2% prosečno godišnje i povećanje učešća izvoza robe u BDP sa 15,7% u 2001. na 22,1% u 2007. godini;
- relativno visok kumulativni neto priliv direktnih stranih investicija od 9 mlrd evra;
- značajan kumulativni rast deviznih rezervi koje su na kraju 2007. iznosile 10,9 mlrd. evra, kao i značajan kumulativni rast devizne štednje koja je na kraju 2007. iznosila 4,9 mlrd. evra;
- konsolidacija javnih finansija Republike uz visoko učešće javnih prihoda u BDP na kraju 2007. od 43,2%, javnih rashoda od 45,2% i fiskalnog deficita od 2% BDP na nivou konsolidovanog sektora države;
- smanjenje učešća javnog (unutrašnjeg i spoljnog) duga Republike u BDP sa 104,4% u 2001. na 30,2% u 2007. godini.

Pozitivne makroekonomske rezultate pratile su unutrašnja i spoljna ma-

kroekonomska neravnoteža i drugi strukturni problemi u prvih sedam godina tranzicije:

- visok nivo inflacije i prisustvo jakih inflatornih očekivanja (10,1% na kraju 2007);
- visok obim državne potrošnje (45,2% BDP u 2007);
- visok deficit u robnoj razmeni i visok deficit tekućeg računa (22,9% BDP i 14,7% BDP, respektivno na kraju 2007);
- visoka stopa nezaposlenosti po ILO definiciji (18,8% u 2007)
- brži realni rast prosečne neto zarade (15,3% prosečno godišnje) od realnog rasta BDP (5,5% prosečno godišnje) i rasta produktivnosti (6,3% prosečno godišnje).

Srbija je od 2001. do 2007. izvršila značajna strukturna prilagođavanja. Doneto je preko 400 sistemskih zakona kojima se uređuje tržišni sistem i koji su u značajnoj meri harmonizovani sa propisima EU. Na osnovu tih zakona reformisani su u većoj meri realni, finansijski sektor a u manjoj i javni sektor. Preostale reforme se odnose pretežno na privatizaciju javnih preduzeća, politiku konkurentnosti, razvoj nebankarskog sektora, infrastrukturne reforme, reforme penzijskog sistema, kompletiranje institucionalnih reformi i uspostavljanje discipline u pogledu primene donetih sistemskih zakona.

U prvih sedam godina tranzicije postavljena je institucionalna osnova za brži rast privrede Srbije, pre svega kroz uspešnu reformu poreskog i bankarskog sistema, održavanje konvertibilnosti dinara za tekuće transakcije koja je olakšavala razmenu sa svetom i priliv stranih investicija, liberalizaciju trgovine sa svetom putem ukidanja raznovrsnih uvoznih kvota i smanjivanja carina.

Socioekonomsku tranziciju u Srbiji pratili su snažni politički potresi (ubistvo premijera i česti izborni ciklusi). U takvim uslovima Srbija je i napravila napredak u privatizaciji malih i srednjih preduzeća, liberalizaciji cena, liberalizaciji trgovine, politici kursa, reformi bankarskog sektora, dok je niže rezultate postigla u restrukturiranju velikih preduzeća, politici konkurencije i infrastrukturnim reformama.

U svom Izveštaju o tranziciji za 2007. EBRD ocenjuje da je Srbija ostvarila značajan napredak u strukturnim i institucionalnim reformama i poboljšanju makroekonomskih performansi, na bazi devet tranzicionih indikatora koji obuhvataju napredak u pet ključnih oblasti: preduzeća, tržište i trgovina, finansijske institucije i infrastruktura. Srbiji je dodeljena prosečna ocena 2,7 godišnjeg tranzicionog indeksa i 24 mesto od 29 posmatranih tranzicionih zemalja (zemlje istočne Evrope, Baltičke zemlje, zemlje jugoistočne Evrope, zemlje Za-

jednice Nezavisnih Država). U najnaprednije tranzicione privrede svrstane su Mađarska, Estonija, Češka, Slovačka, Poljska i Litvanija. U regionu JIE najvišu ocenu dobile su Bugarska, Hrvatska i Rumunija. Srbija i BiH dobile su najnižu ocenu 2,7, Crna Gora 2,8, Albanija 3 i Makedonija 3,1. EBRD indikatori za 2007. pokazuju da je Srbija dobila najveću ocenu 4 za liberalizaciju cena, 3,7 za privatizaciju malih preduzeća, 3,3 za režim spoljnotrgovinske razmene, 2,7 za proces privatizacije velikih preduzeća, 2,7 za reformu bankarskog sektora i 2,3 za restrukturiranje preduzeća. Ocena 2 data je za sigurnost tržišta, nebankarske finansijske institucije i infrastrukturne reforme.

Srbija je suočena sa rešavanjem krupnih strukturnih problema: visoka stopa nezaposlenosti, posebno mladih i najviša stopa dugoročne nezaposlenosti stanovništva; nizak nivo opšte konkurentnosti (91 pozicija od 131 zemlje); zaostajanje za razvijenim evropskim zemljama (EU-27) mereno strukturnim indikatorima Evropske komisije; nivo BDP i produktivnosti je među najnižim u Evropi, što ukazuje na nisku konkurentnost privrede; nizak udeo ulaganja u istraživanje i razvoj (0,4% BDP), kao i niža ulaganja u obrazovanje u odnosu na evropske zemlje.

Strukturne promene koje obeležavaju novu fazu ekonomskih reformi zahtevaju velika investiciona ula-

ganja i ubrzanje procesa stabilizacije i pridruživanja EU. Rast investicija i poboljšanje konkurentnosti privrede omogućiće brže rešavanje problema nezaposlenosti. Osnovni rizici da se ne ostvare tranzicioni efekti u novoj fazi su visok deficit tekućeg računa koji izražava strukturne neusklađenosti u privredi, jaz između investicionih potreba i domaće štednje, osetljivost na kretanje deviznog kursa, usporavanje rasta BDP i izvoza, sporo podizanje konkurentne sposobnosti privrede; usporavanje priliva stranog kapitala, procesa evropskih integracija i usporavanje strukturnih reformi.

1. MAKROEKONOMSKA KRETANJA U PERIODU 2001-2007. GODINA

Srbija je u tranzicionom periodu 2001-2007. ostvarila značajan kumulativni realni rast BDP od 45,6%, uz relativnu stabilnost cena. Inflacija je smanjena ali njeni godišnji nivoi ukazuju na postojanje unutrašnje makroekonomske neravnoteže. Privredni rast je pratila i spoljna makroekonomska neravnoteža na koju ukazuju visoki deficiti na spoljnotrgovinskom i tekućem računu platnog bilansa, nastali kao posledica snažnog rasta uvoza zasnovanog na rastu domaće tražnje zbog velikog povećanja zarada i javne potrošnje i snažne kreditne aktivnosti banaka a privredni rast nije obezbedio neto rast zaposlenosti.

FINANSIJE

Tabela 1. Glavni indikatori makroekonomskih kretanja u prvih sedam godina tranzicije

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
BDP, u tekućim cenama, mlrd. dinara	768,6	983,8	1.137,6	1.388,1	1.691,9	1.987,8	2.329,4
BDP, mlrd evra ¹	12,9	16,2	17,5	19,1	20,4	23,6	29,1
BDP, realni rast, u %	5,4	3,6	2,8	8,2	6,0	5,6	7,1
Cene na malo, kraj godine, u %	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	10,1
Trgovinski bilans, % BDP ²	-19,9	-21,0	-20,3	-27,2	-20,8	-21,0	-22,9
Deficit tekućeg računa (bez donacija), % BDP ³	-7,4	-11,4	-9,6	-14,1	-10,0	-13,1	-14,7
SDI, neto, mil. evra ¹	184,0	502,2	1.205,7	776,6	1.244,6	3.492,2	1.601,6
SDI, % BDP	1,4	3,1	6,9	4,1	6,1	14,8	5,5
Prosečan broj zaposlenih, rast, u %	0,2	-1,7	-1,2	0,5	0,9	-2,1	-1,2
Prosečna neto zarada, realni rast, u %	16,5	29,9	13,6	10,1	6,4	11,4	19,5
Produktivnost rada, rast, u %	5,2	5,4	4,0	7,7	5,1	7,9	8,4
Stopa nezaposlenosti, u % ⁴	-	-	-	19,5	21,8	21,6	18,8
Saldo konsolidovanog bilansa javne potrošnje, % BDP	-	-	-	-	0,9	-1,6	-2,0
Spoljni dug, mlrd. evra	12,4	10,8	10,9	10,4	13,1	14,9	17,8
Spoljni dug, % BDP	95,6	66,4	62,1	54,1	64,0	63,0	61,1
Spoljni dug/izvoz robe i usluga, u %	455,1	343,9	282,1	231,7	246,3	217,6	206,7

Izvor: MFIN, RZS, NBS

¹ Za preračunavanje iz dolara u evro korišćen je prosečan odnos dolar/evro za odgovarajuće godine

² Izvoz i uvoz robe su prikazani po f.o.b. principu

³ NBS od nedavno devizne doznake računa na strani tekućih priliva i po tom osnovu je smanjila (ispravila) udeo deficita tekućeg računa u BDP za 2007. i 2008. godinu

⁴ Prema anketi o radnoj snazi stope su od 2004. usklađene sa metodologijom MOR

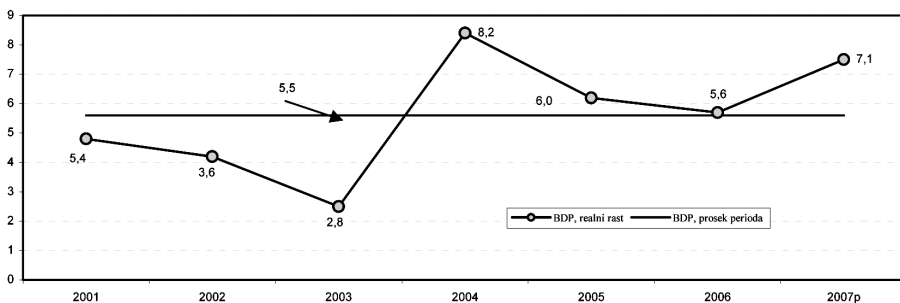
Privredni rast. Tranzicioni period 2001- 2007. obeležava relativno visoka prosečna godišnja stopa realnog rasta BDP od 5,5%, što je značajan rezultat ekonomske politike ostvaren u uslovima tranzicije i cikličnih kretanja svetske privrede. Privredni rast je pretežno vođen domaćom tražnjom.

Na rast su pozitivno delovale realizovane investicije i strukturne reforme, pre svega, privatizacija društvenih preduzeća.

Faktori na strani domaće tražnje (lična i državna potrošnja) domi-

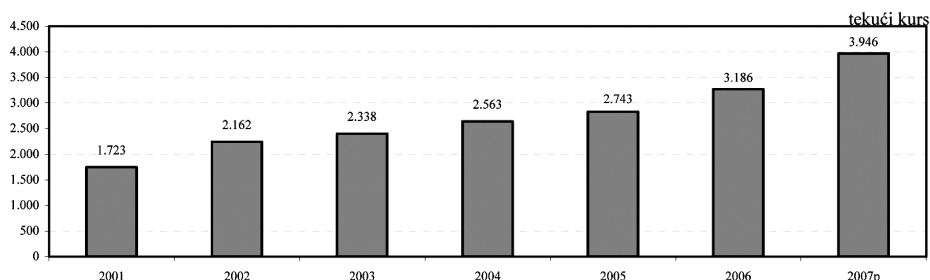
nantno su generisali rast BDP, dok je porast investicija i izvoza bio nedovoljan za brži privredni rast i povećanje zaposlenosti. Faktori na strani ponude su poboljšavani kao rezultat sprovedenih reformi i realizovanih investicija i doprineli su povećanju efikasnosti privrede i izvoza. Međutim, privredni rast su usporavali strukturni problemi vezani za sporu transformaciju državnih i društvenih preduzeća i usporeni rast privatnog sektora, kao i za visok nivo javne potrošnje i nerazvijenost institucija.

Grafikon 1. Realni rast bruto domaćeg proizvoda, u %



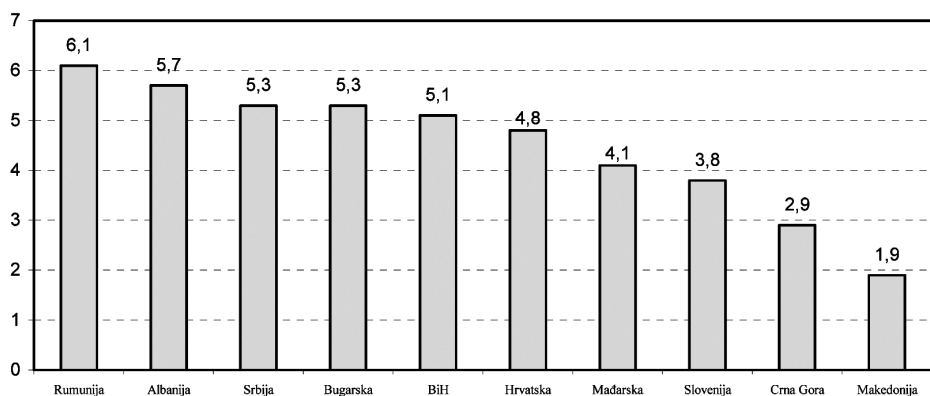
Postignut je značajan porast BDP po stanovniku kao sintetički rezultat realnog rasta BDP i realne aprecijacije dinara.

Grafikon 2. Bruto domaći proizvod po stanovniku, u evrima



Srbija je sa niske polazne osnove ostvarila brz privredni rast i po dinamici rasta BDP je u vrhu zemalja iz okruženja.

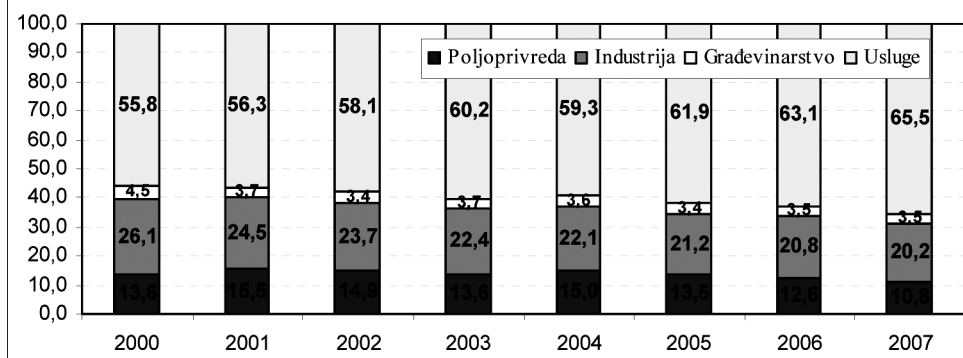
Grafikon 3. Prosečne stope rasta BDP u periodu 2001-2006, u %



Struktura bruto dodate vrednosti (BDV) u prvih sedam godina tranzicije u privredi Srbije menjala se u korist sektora usluga. Najveći sektorski doprinosi privrednom rastu potiču od telekomunikacija, trgovine i finansijskog sektora. U 2007. poljoprivreda je stvarala

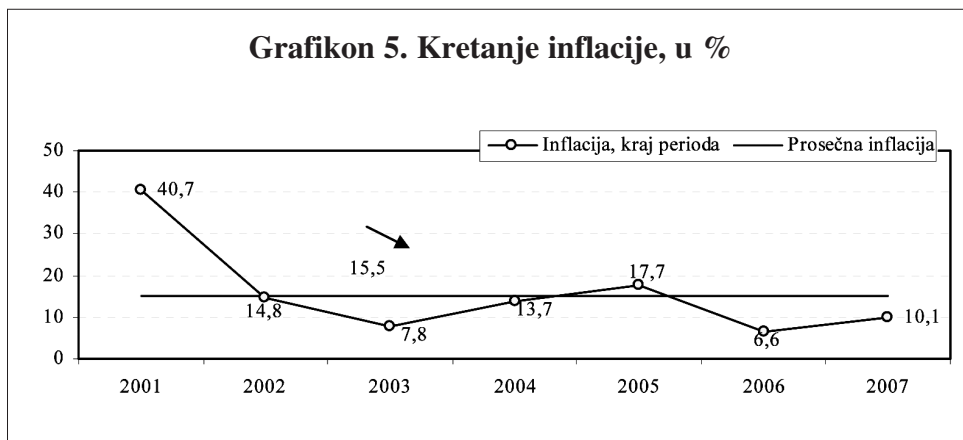
BDV sa 10,8%, industrija sa 20,2% i građevinarstvo sa 3,5%, dok su usluge povećale učešće u BDV na 65,5%, što su značajne strukturne promene u odnosu na 2000. kada su učešća tih sektora u BDP iznosila 13,6%, 26,1%, 4,5% i 55,8%, respektivno.

Grafikon 4. Sektorska struktura bruto dodate vrednosti, u %



Inflacija. Smanjenje inflacije u prvih sedam godina tranzicije je značajan učinak ekonomske politike ostvaren u uslovima visokog rasta cena sirove nafte i ispravljanja dispariteta regulisanih cena u zemlji. Karakterističan je opadajući trend inflacije uz godišnje oscilacije kao posledica kolebanja u ekonomskoj politici i čestih izbora.

Grafikon 5. Kretanje inflacije, u %



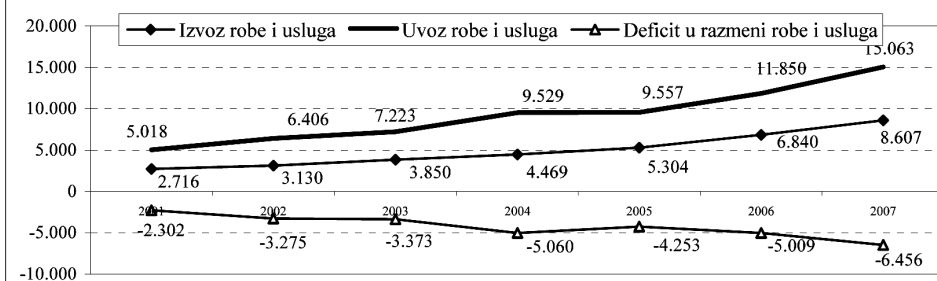
Osnovni generatori povećanja cena u prvih sedam godina tranzicije bili su monetarno-kreditna ekspanzija, rast domaće tražnje kroz rast zarada i javne potrošnje, serija egzogenih šokova vezanih za porast cena sirove nafte, osnovnih metala i sirovina na svetskom tržištu, ispravljanje dispariteta domaćih regulisanih cena, povremene suše i porast cena poljoprivrednih proizvoda i hrane, uvođenje poreza na dodatu vrednost, nedovoljna konkurencija i uticaj monopola.

FINANSIJE

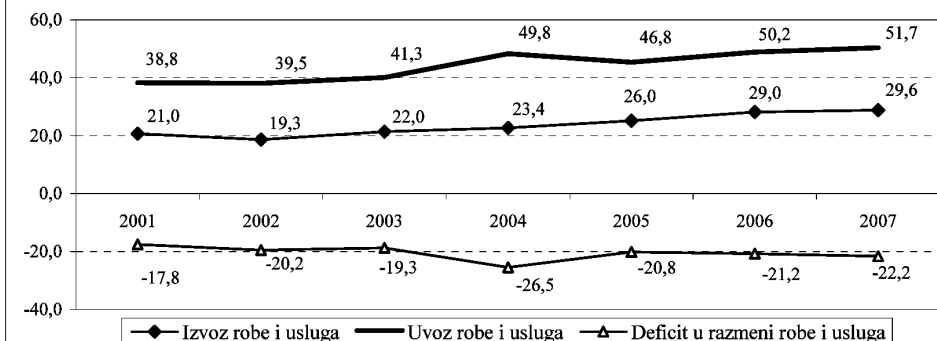
Deficiti u spoljnom sektoru. Deficit u robnoj razmeni i deficit u tekućim transakcijama predstavljaju najveću makroekonomsku neravnotežu u privredi Srbije. U robnoj razmeni sa inostranstvom je ostvareno značajno povećanje izvoza robe sa 2,0 mlrd evra u 2001. na 6,4 mlrd evra u 2007. godini. Uvoz robe je bio znatno veći i iznosio je 4,6 mlrd evra u 2001. i 13,1 mlrd evra u 2007. godini. To je rezultiralo u porastu spoljnotrgovinskog deficita sa 2,6 mlrd evra u 2001.

na 6,7 mlrd evra u 2007. godini. Pokrivenost uvoza robe izvozom robe (fob) kretala se između 39-51%. Prosečna stopa rasta izvoza robe u ovom periodu iznosila je 20,2%, dok je prosečna stopa rasta uvoza robe iznosila 20,5%. Učešće uvoza robe u BDP je povećano sa 35,6% u 2001. na 44,8% u 2007, a učešće izvoza robe u BDP sa 15,7% u 2001. na 22,1% u 2007. godini. Karakteristike razmene robe i usluga u čitavom tranzicionom periodu prikazuju naredni grafikoni.

Grafikon 6. Uvoz i izvoz robe i usluga, u mil. evra



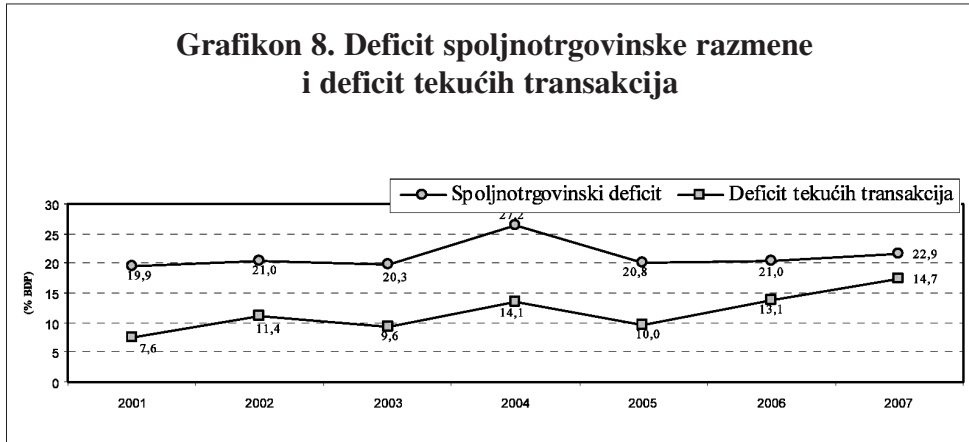
Grafikon 7. Uvoz i izvoz robe i usluga, % BDP



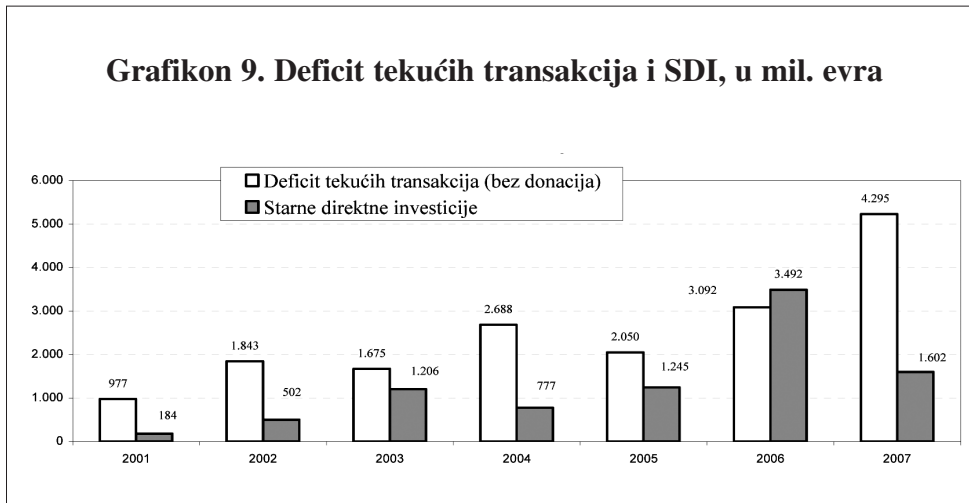
FINANSIJE

U čitavom tranzicionom periodu visok deficit u robnoj razmeni praćen je visokim deficitom tekućih transakcija (bez strane pomoći koja ima nisko učešće u BDP) koji je finansiran najvećim delom iz SDI, što prikazuju naredni grafikoni.

Grafikon 8. Deficit spoljnotrgovinske razmene i deficit tekućih transakcija



Grafikon 9. Deficit tekućih transakcija i SDI, u mil. evra



Visok nivo i ubrzan rast domaće finalne tražnje tokom čitavog tranzicionog perioda kompenzovan je visokim obimom, pa i rastom spoljnotrgovinskog deficita koji je uslovio rast deficita tekućih transakcija. Pri tome, deo

ovih deficita sa makroekonomskog stanovišta je bio opravdan zbog priliva dodatnih sredstava iz inostranstva (doznake, privatizacija, strane direktne investicije). Snažna domaća tražnja i nedovoljna domaća ponuda centralni je

FINANSIJE

uzrok visokog uvoza i posledično visokog spoljnotrgovinskog deficita. Kreditno-monetarna i fiskalna ekspanzija je podsticala potrošnju i inflaciju i nije doprinosila smanjivanju spoljnotrgovinske neravnoteže, već ga je povremeno i povećavala. Aprecijacija dinara značajno je doprinela obaranju inflacije, ali je uticala i na ubrzanje rasta uvoza i usporavanje rasta izvoza, a time i na rast spoljnotrgovinskog deficita.

Spoljnu neravnotežu, kad se posmatra kroz deficit tekućih transakcija, značajno su smanjivale doznake koje

su učestvovala sa 7-8% u BDP. Ukupni platni bilans Srbije bio je u suficitu, što je omogućilo rast deviznih rezervi sa 2,0 mlrd. evra u 2001. na 10,9 mlrd. evra u 2007. godini. Visoku eksternu neravnotežu zabeležila je većina zemalja u tranziciji kao posledica strukturnih promena, visokog priliva stranog kapitala i konvergencije ka članicama EU. Pri tome, uspešne zemlje u tranziciji (Poljska, Slovenija, Češka, Mađarska) smanjile su nivo deficita u eksternom sektoru i u relativno kratkom periodu približile se eksternoj ravnoteži.

Tabela 2. Uporedni prikaz deficita u spoljnom sektoru i stranih direktnih investicija u tranzicionim zemljama u 2006. godini

	Spoljnotrgovinski deficit (%BDP)	Deficit tekućeg računa (%BDP)	Strane direktne investicije, u mil evra
Albanija	-22,6	-7,4	259
Bosna i Hercegovina	-47,2	-12,8	338
Bugarska	-22,2	-15,9	4.104
Estonija	-16,7	-14,9	1.282
Mađarska	-0,5	-5,8	4.874
Makedonija	-21,3	-0,4	279
Letonija	-26,3	-21,1	1.303
Litvanija	-13,7	-9,4	1.426
Poljska	-1,5	-2,3	8.303
Rumunija	-12,1	-11,3	9.082
Srbija	-20,4	-13,8	3.492
Slovačka	-6,2	-7,0	3.324
Slovenija	-3,9	-2,5	5.940
Hrvatska	-25,9	-8,1	2.838
Crna Gora	-53,2	-29,1	644
Češka	1,2	-4,2	6.172

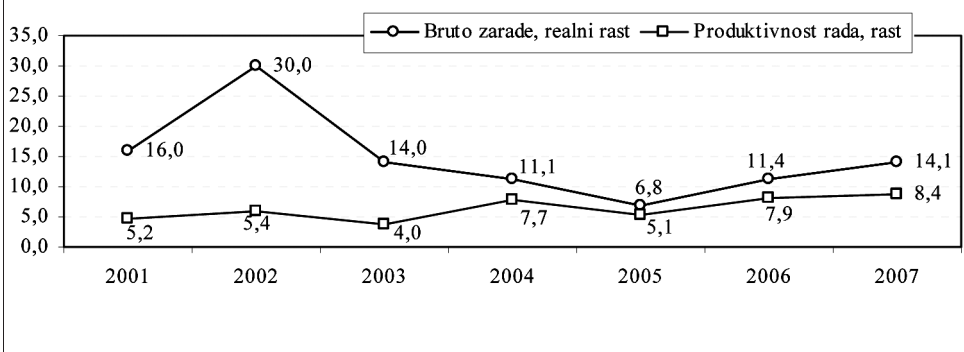
Izvor: MFIN na bazi podataka EBRD, MMF, RZS i NBS

FINANSIJE

Tržište rada. Prema Anketi o radnoj snazi iz oktobra 2007. stopa nezaposlenosti iznosila je 18,8% i smanjena je za 2,8 procentnih poena u odnosu na prethodnu godinu. Prema ovoj anketi broj nezaposlenih osoba u 2007. u poređenju s 2006. je smanjen za 108 hiljada, dok je broj zaposlenih povećan za 9 hiljada. U radno sposobnoj dobi bilo je 4.908.200, od toga 63,4% su osobe koje rade ili aktivno traže posao (radna snaga). Prema ovoj anketi ukupan broj zaposlenih iz-

gažovani, a delom otpušteni). Prosečna godišnja stopa kretanja broja zaposlenih u periodu 2001. – 2007. bila je negativna (-0,5%). Broj zaposlenih smanjen je posebno u društvenom i državnom sektoru kao rezultat restrukturiranja. Istovremeno, povećan je broj zaposlenih u privatnom sektoru koji je povećavao tražnju za radnom snagom na primarnom tržištu rada i stvarao nova radna mesta, ali to nije bilo dovoljno da bi rezultiralo u neto rastu zaposlenosti..

Grafikon 10. Realni rast bruto zarada i rast produktivnosti, u %



nosio je 2.525.600, dok je broj nezaposlenih osoba iznosio 584.000.

Privredu Srbije na početku tranzicije karakterisala je visoka skrivena nezaposlenost (viškovi zaposlenih u društvenom i državnom sektoru koji su u procesu restrukturiranja i privatizacije delom produktivno an-

Javne finansije. Srbija je značajno reformisala državne finansije, uz povremena odstupanja uslovljena političkim ciklusima. Ukupni fiskalni sistem je modernizovan, a poreski sistem je postao konkurentan u odnosu na zemlje u okruženju. Izostao je napredak u fiskalnom pril-

gođavanju na prihodnoj i rashodnoj strani budžeta i fondova. Budžetski deficit u prve tri godine tranzicije iznosio je -0,5% BDP (2001), -2,5% BDP (2002) i -2,6% BDP (2003), dok je u 2004. ostvaren budžetski suficit od 0,6% BDP. Od 2005. fiskalni rezultat se računa po GFS metodologiji i njegovo učešće u BDP za konsolidovani sektor države prikazuje naredna tabela.

Tabela 3. Konsolidovani fiskalni pokazatelji računati po GFS metodologiji, % BDP

	2005	2006	2007
Javni prihodi	42,7	43,5	43,2
Javni rashodi	41,8	45,1	45,2
Deficit/suficit	0,9	-1,6	-2,0
Javni dug	52,0	37,2	30,2

Izvor: MFIN

Srbija je u 2006. ostvarila manji deficit konsolidovanog sektora države, iskazan po metodologiji MMF, u odnosu na druge zemlje.

Tabela 4. Uporedni pregled deficita konsolidovanog sektora države, % BDP za 2006. godinu

EU (27 zemalja)	-1,7
EU (15 starih članica)	-1,6
EU (12 novih članica)	-1,8
Srbija	-1,6
Bugarska	3,3
Rumunija	-1,9
Mađarska	-9,2
Slovenija	-1,4
Hrvatska	-3,0
Crna Gora	-0,3
Albanija	-4,1

Izvor: MMF

Veliki jaz između štednje i investicija i između potrošnje i dohodka domaćinstava nameće potrebu čvrste fiskalne politike u narednim godinama, s ciljem da doprinese smanjivanju inflacije i spoljnog deficita na održiv nivo i održavanju visokih stopa privrednog rasta. Fiskalnu politiku i politiku javnih rashoda potrebno je čvršće zasnovati na tvrdom budžetskom ograničenju. Održivost i stabilnost javnih finansija podrazumeva i sprovođenje reformi u svim segmentima javne potrošnje započete reformom penzijskog sistema, reformom državne uprave, smanjenjem

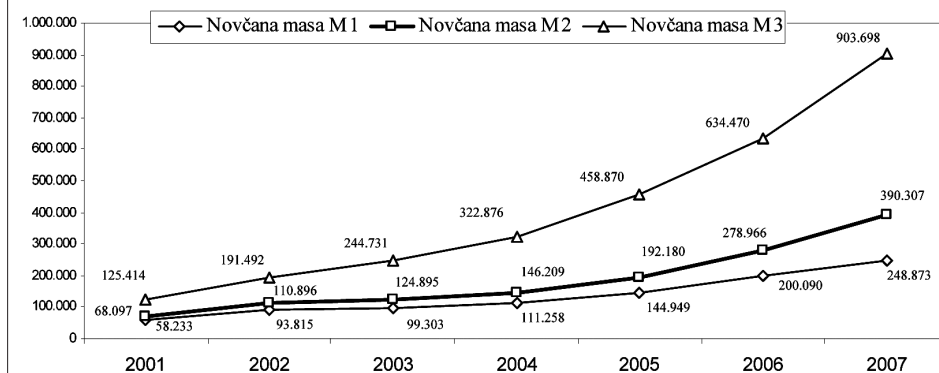
neproduktivnih subvencija. Reformama javnog sektora smanjili bi se rashodi budžeta Republike, Pokrajine i lokalnih zajednica, kao i rashodi organizacija obaveznog socijalnog osiguranja, a posledično i fiskalni deficit.

Monetarni agregati i kurs. U ostvarivanju ciljeva monetarne politike NBS je primjenjivala pretežno tržišne instrumente monetarnog regulisanja, pre svega, operacije na otvorenom tržištu. Od početka tranzicije do avgusta 2006. NBS se u vođenju monetarne politike oslanjala na kanal deviznog kursa i praćenje rasta monetarnih agregata. Nakon toga, sa usvajanjem Memoranduma o principima novog okvira monetarne politike, osnovni instrument monetarne politike postala je referentna kamatna stopa (dvoonedeljna stopa na repo operacije). NBS je viškove likvidnih sredstava banaka nastale u prvoj polovini 2006. zbog visokog priliva kapitala iz inostranstva, povlačila korišćenjem obavezne rezerve, posebno devizne, s ciljem da smanji inostrano zaduživanje banaka na kome se zasnivala povećana kreditna aktivnost. U drugom polugodištu 2006. NBS je povlačila višak novca korišćenjem repo operacija i obavezivanjem banaka da usklade stanje svojih bruto plasmana stanovništvu s osnovnim kapitalom. Početna vrednost referentne kamatne stope 2006. bila je 18%, da bi do kraja godine pala na 14%. Prinosi na hartije od vrednosti korišćene u repo operacijama u evrima iznosili su preko 30%,

što je dovelo do rasta zaduživanja banaka u inostranstvu. Referentna kamatna stopa krajem decembra 2007. iznosila je 10%. Referentnoj kamatnoj stopi prilagođavale su se kamatne stope na tržištu novca.

Monetarni agregati i kreditni plasmani banaka u prvih sedam godina tranzicije zabeležili su visoke godišnje stope rasta, što je uticalo na jačanje inflatornih pritisaka. Dinarski primarni novac je povećan 4,3 puta, novčana masa M2 5,7 puta i novčana masa M3 7,2 puta. U strukturi M3, devizni depoziti povećani su 9 puta, a dinarski oročeni depoziti 14,3 puta. Osnovni tok koji je uticao na rast monetarnih agregata bila je neto inostrana aktiva bankarskog sektora koja je povećana za 503,9 mlrd. dinara. NBS je preduzetim merama smanjivala kreditni potencijal banaka i usporavala kreditnu aktivnosti, te tako smanjivala inflatorne pritiske. Rast dinarskih plasmana banaka nebankarskom sektoru je usporen sa (68% u 2005. na 45,6% u 2007). Pri tome, treba uzeti u obzir da visoki procenti povećanja monetarnih agregata proizilaze iz niskog nivoa monetizacije na početku tranzicije (nisko učešće monetarnih agregata u BDP). Iako je nivo monetizacije povećan tokom sedam godina tranzicije, on je niži u odnosu na stare i nove članice EU, te je opravdano postepeno povećanje učešća monetarnih agregata u BDP, odnosno brži rast novca od rasta BDP.

Grafikon 11. Kretanje monetarnih agregata, u mil. dinara



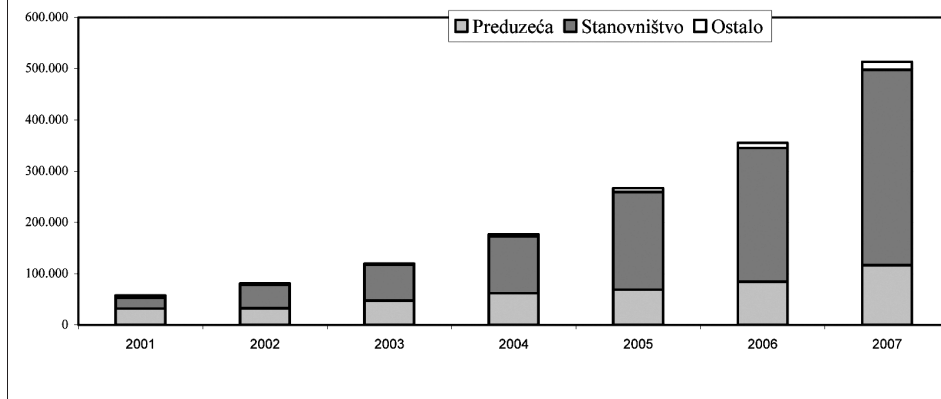
Primarni novac je kreiran neto inostranom aktivom, odnosno otkupom deviza od priliva kapitala i doznaka od strane NBS, a povlačen je obaranjem neto domaće aktive pretežno povećanjem prodaje hartija od vrednosti i rastom depozita države kod NBS. Operacijama na otvorenom tržištu NBS je zaključno sa decembrom 2007. sterilisala oko 220 mlrd. dinara primarnog novca. Povlačenje primarnog novca ostvareno je i prodajom štednih zapisa NBS.

Rastu ukupnih deviznih rezervi koji je uslovio povećanje neto inostrane aktive najviše je doprineo priliv deviznih sredstava po osnovu neto menjačkih poslova iza kojih stoje uglavnom doznake, privatizacije, izdvajanja devizne obavezne rezerve, privremeni platni promet na teritori-

ji Srbije i inostrani krediti za infrastrukturu, zdravstvo i školstvo. Visoke devizne rezerve omogućile su prevremenu otplatu kredita MMF, regulisanje obaveza prema SB i Pariskom klubu poverilaca, isplatu stranim investitorima udela u kompaniji „Mobi 63“, intervencije na međubankarskom deviznom tržištu i isplatu stare devizne štednje. NBS je smanjivala intervencije na deviznom tržištu. Intervenisala je na deviznom tržištu sa 2 mlrd. evra u 2005. sa 1,6 mlrd. evra u 2006. i sa 544 mil. evra u 2007. godini.

Ukupni devizni depoziti u prvih sedam godina tranzicije su povećani za 456,1 mlrd. dinara. U tome depoziti stanovništva su zabeležili 4,3 puta veće povećanje od depozita preduzeća.

Grafikon 12. Devizni depoziti, u mil. dinara

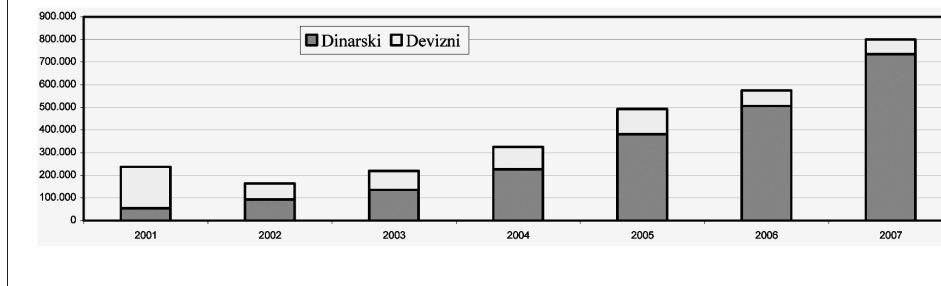


U strukturi deviznih depozita, devizna štednja stanovništva je zabeležila rastuću tendenciju i povećana je u periodu 2001-2007. za 4,5 mlrd. evra. Na porast devizne štednje stanovništva uticalo je jačanje poverenja u bankarski sistem, povećanje kamatnih stopa na deponovana sredstva i rast prihoda stanovništva,

uključujući i prihode od prodaje akcija. Ukupni dinarski krediti banaka povećani su sa 54,4 mlrd. dinara u 2001. na 736,0 mlrd. dinara u 2007. dok su devizni krediti banaka smanjeni za 65%. Krediti su pretežno odobreni u evrima.

Krediti stanovništvu povećani su sa 5,2 mlrd dinara u 2001. na 304,2

Grafikon 13. Valutna struktura bankarskih kredita

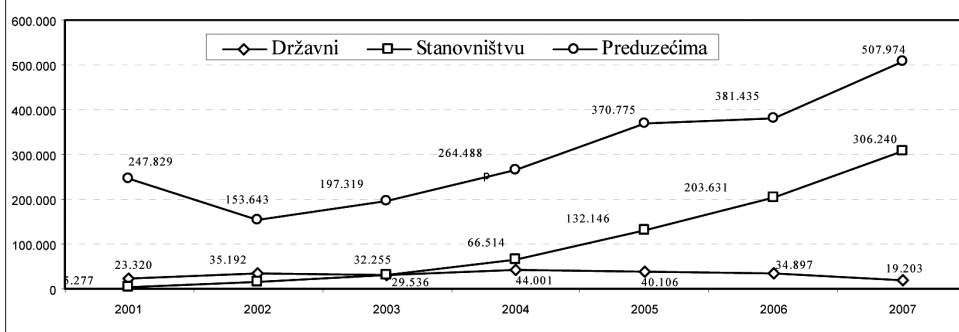


FINANSIJE

mlrd. dinara u 2007. a krediti privredi sa 221,2 mlrd. dinara u 2001. na 481,4 mlrd. dinara u 2007. godini. Učešće kredita stanovništvu u ukupnom povećanju dinarskih kredita iznosilo je

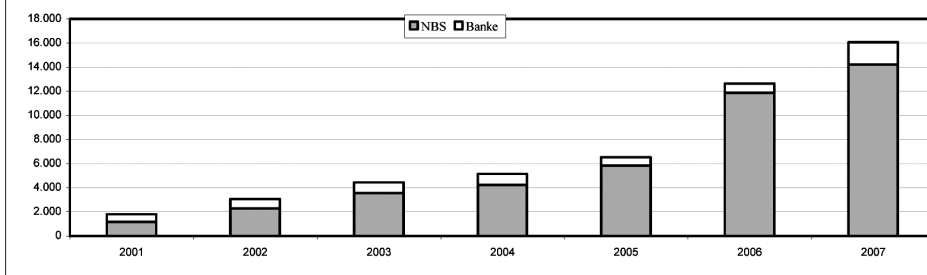
46,5%. U strukturi kredita stanovništvu najveći porast je zabeležen kod stambenih kredita, dok je manji rast bio kod kredita poljoprivredi i potrošačkih kredita.

Grafikon 14. Odobreni krediti prema sektorima, u mil. dinara



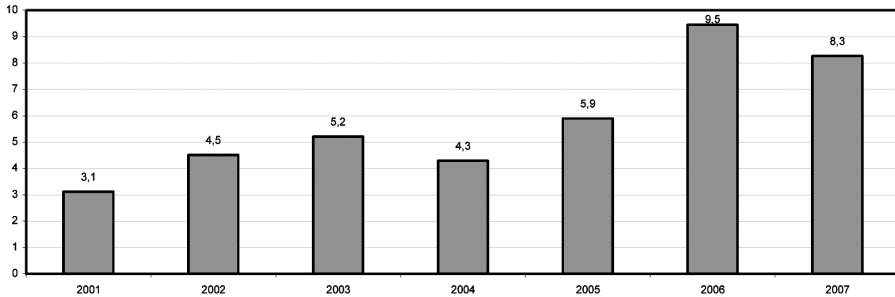
Devizne rezerve NBS su imale tendenciju stalnog rasta i krajem 2007. dostigle su nivo od 14,2 mlrd dolara. Pokrivenost novčane mase M1 deviznim rezervama NBS povećana je sa 135,9% krajem 2001. na 305,2% krajem 2007. a pokrivenost ukupnim deviznim rezervama sa 210,2% krajem 2001. na 345,0% krajem 2007. godine.

Grafikon 15. Devizne rezerve, u mil. dolara



Nivo deviznih rezervi NBS obezbeđivao je pokrivenost uvoza robe i usluga za 3 meseca u 2001. i za 8 meseci u 2007. godini.

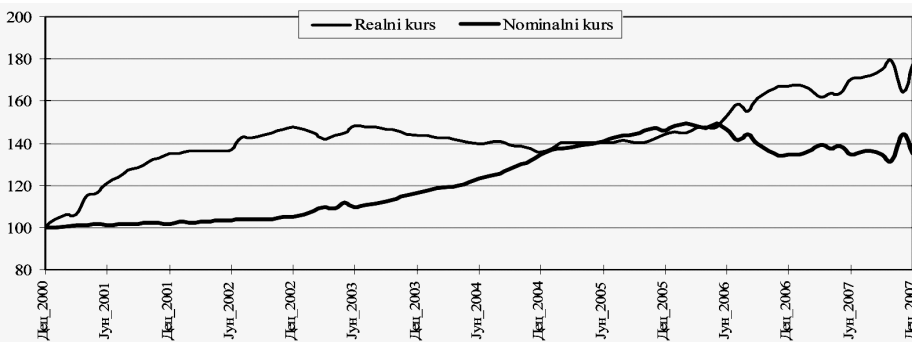
Grafikon 16. Pokrivenost uvoza deviznim rezervama NBS, u mesecima



U periodu od 2001. do 30. juna 2006. vođena je politika rukovođenog deviznog kursa. Na početku ovog perioda registrovana je veća realna aprecijacija kursa dinara u odnosu na evro, kao i u drugoj polovini 2006. kada je uvedeno fluktuiranje kursa dinara pre-

ma evru. Razlozi visoke aprecijacije bili su visok priliv stranih direktnih investicija i ekspanzija zaduživanja u inostranstvu od strane komercijalnih banaka i preduzeća u privatnom sektoru. Najveća realna aprecijacija registrovana je u 2006. od 13,2%.

Grafikon 17. Realni i nominalni kurs dinara u odnosu na evro, decembar 2000 = 100



Aprecijacijski jaz posebno izražen od juna 2001. do juna 2004. i od juna 2006. do decembra 2007. delovao je na smanjenje inflacije, ali i na pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa. Aprecijacija kursa dinara prema evru u 2006. je bila uslovljena visokim suficitom kapitalnog bilansa izazvan visokim prilivom kapitala po osnovu stranih direktnih investicija i zaduživanja u inostranstvu, kao i visokim kamatnim stopama na domaćem finansijskom tržištu.

2. STRUKTURNE REFORME U PERIODU 2001-2007. GODINA

2.1. Opšti rezultati

Republika Srbija je ostvarila značajan napredak u strukturnim reformama realnog i finansijskog sektora, dok zaostaje u reformi javnog sektora. Strukturne reforme su doprinele brzom privrednom rastu vođeni rastom sektora usluga i smanjenju inflacije, uz funkcionisanje tržišne privrede.

Strukturne reforme zaostaju u više oblasti. Proces restrukturiranja i privatizacije javnih preduzeća koja imaju veliko učešće u ukupnoj proizvodnji i zaposlenosti odvija se sporo. Privatni sektor nije konkurentan i fleksibilan. Postoje prepreke koje otežavaju ulazak na tržište i izlazak sa tržišta. Problemi se javljaju u koordinaciji monetarne i fiskalne politike, rastu eksterne neravnoteže i po-

goršavanju kvaliteta finansiranja, rastu spoljnog duga, opadanju stranih investicija, osciliranju kursa, rastu ranjivosti privrede. Pravni sistem je neefikasan i ograničava primenu zakona. Država u većoj meri utiče na konkurentnost. Neformalni sektor je jak zbog slabe regulacije, neadekvatne poreske politike, nesprovođenja zakona i slabe borbe sa korupcijom i kriminalom.

Nezaposlenost je i dalje na visokom nivou i predstavlja uz visoku spoljnu neravnotežu glavni problem privrede Srbije. Neusklađenost tražnje i ponude radne snage je visoka prepreka za strane direktne investicije i za razvoj novih privrednih grana. Preduzeća ne vrše u potrebnoj meri obuku zaposlenih. Obrazovanje na državnim univerzitetima je nekvalitetno, programi su zastareli, a troškovi obrazovanja u javnom sektoru su niži od proseka EU.

Značajniji napredak Srbije podrazumeva da se ubrza proces usvajanja i primene evropskih standarda u oblasti trgovine i usluga, zaštite konkurencije, javnih nabavki, zaštite prava intelektualne svojine, politike zapošljavanja, obrazovanja, nauke i istraživanja, malih i srednjih preduzeća, poljoprivrede, ekologije, saobraćaja, energetike, informatičkog društva, medija, finansijske kontrole, migracije, policije, organizovanog kriminala, zaštite podataka.

Realni sektor je u značajnoj meri

restrukturiran i privatizovan. Po oceni EBRD Srbija je zabeležila napredak u 2007. kod privatizacije malih preduzeća (3,7), privatizacije velikih preduzeća (2,7) i restrukturiranja preduzeća (2,3). Pošto je maksimalna vrednost tranzicionih indikatora (4), očigledno da privatizacija i restrukturiranje realnog sektora nisu dovršeni. Ostvarenim napretkom u realnom sektoru nisu dostignuti standardi i poslovanje tipični za razvijene evropske zemlje.

Radi promovisanja investicija, Srbija je donela Nacionalnu strategiju privlačenja stranih ulaganja i obezbedila poreske podsticaje za investiranje. Spoljnotrgovinski režim je stimulativan za dolazak stranih direktnih investicija i za proizvodnu specijalizaciju koja doprinosi rastu izvoza. U fokusu strategije su grinfild direktne strane investicije u Srbiji kao generatori povećanja proizvodnje i izvoza i povećanja konkurentnosti izvozno orijentisanih preduzeća putem transfera znanja i tehnologija. Srbija je formulisala Strategiju regulatornih reformi, osnovala Savet za regulatorne reforme ekonomskog sistema i razvija sposobnost analiziranja uticaja regulatornih reformi na nivo razvijenosti. Srbija je definisala i strategiju zaštite konkurencije u okviru strategije razvoja trgovine, donela antimonopolske propise i formirala Komisiju za zaštitu konkurencije, ali nije ostvari-

la značajniji napredak u jačanju konkurencije. Pripremljen je novi Zakon o zaštiti konkurencije.

Finansijski sektor je u segmentu bankarstva u značajnoj meri konsolidovan i privatizovan. Finansijski sektor čini 36 banaka, 20 društava za osiguranje, 17 davalaca finansijskog lizinga, 7 dobrovoljnih penzionih fondova i 9 investicionih fondova. Privatni sektor je dominantan u svim segmentima finansijskog sistema kojima je registrovan rast obima aktivnosti i povećanje broja zaposlenih. Dominantan položaj u finansijskom sektoru Srbije zauzima bankarski sektor koji je zabeležio značajan rast bilansne sume, rast depozitnog potencijala i kreditne aktivnosti. Reformom bankarstva vraćeno je poverenje u banke i formirana značajna devizna štednja. Bankarski sektor posluje s dobitkom, povećava produktivnost i profit, širi organizacionu mrežu, pruža raznovrsnije i kvalitetnije usluge.

Srbija je sa zakašnjenjem uspostavljala i često menjala zakonodavni okvir za funkcionisanje tržišta kapitala. Na Beogradskoj berzi povećana je vrednost prometa sa 50,2 mlrd. dinara u 2001. na 165 mlrd. dinara u 2007. godini. Povećan je broj obavljenih transakcija sa 46.000 u 2001. na 301.200 u 2007. godini. Učešće akcija u ukupnom prometu na berzi kontinuirano je povećavano sa 6,9% u 2002. na 89,9% u 2007.

godini. Glavni nedostaci berze su nedostatak likvidnih akcija i odsustvo trgovine akcijama javnih preduzeća. Oba indeksa Beogradske berze zabeležila su značajan rast u proteklih sedam godina tranzicije. Ostvareno je povećanje tržišne kapitalizacije sa 2,6 mlrd. evra u 2003. na 18,2 mlrd. evra u 2007. godini.

Razvoj tržišta kapitala zahteva unapređenje zakonodavne regulative, povećanje kvalitetnih hartija od vrednosti u koje bi ulagali investicioni fondovi, jačanje imovine kojom raspolažu fondovi u Srbiji. Reforma penzionog sistema i uvođenje drugog stuba, povećanje broja kompanija koje ispunjavaju kriterijume za berzansko trgovanje, privatizacija državnih kompanija koje su atraktivne za investitore, uvođenje na berzu dužničkih hartija od vrednosti, kao i municipalnih i korporativnih obveznica, ukidanje poreza na kapitalnu dobit i na prenos apsolutnih prava na finansijske transakcije, doprineće razvoju tržišta kapitala.

Reforma sistema osiguranja započeta je 2004. uvođenjem finansijske discipline na tržištu osiguranja i boljom zaštitom imovine i prava osiguravanih. Broj osiguravajućih društava je smanjen sa 39 u 2003. na 20 u 2007. godini. Privatni sektor je dominantni vlasnik osiguravajućih društava. Ukupna premija osiguranja je značajno povećana. Životno osiguranje, i pored dominantnog rasta,

učestvuje u ukupnoj premiji sa oko 10%, dok je u razvijenijim zemljama učešće životnog osiguranja u ukupnom osiguranju 60%. U ukupnoj premiji dve najveće kompanije učestvuju sa oko 61% na tržištu osiguranja. Učešće premije osiguranja u BDP Srbije iznosi oko 2%, dok je to učešće u članicama EU oko 9%. Srbija ima znatno nižu bruto premiju po stanovniku u odnosu na ove zemlje, što je indikator nedovoljne razvijenosti sektora osiguranja u Srbiji.

Infrastrukturni sektor u celini, posebno u pojedinim segmentima privredne infrastrukture, nije ostvario značajniji napredak. Doneti su sistemski zakoni koji regulišu pojedine segmente privredne infrastrukture, kao i strategije razvoja za pojedine infrastrukturne delatnosti, ali proces reformi ovih delatnosti sporo napreduje. Javna preduzeća u pojedinim infrastrukturnim delatnostima primaju velike budžetske subvencije. Za pojedine infrastrukturne delatnosti formirana su nezavisna regulatorna tela – agencije koje u praksi ne funkcionišu efikasno. Potrebno je ubrzati proces liberalizacije u oblasti infrastrukture i ostvariti napredak kod tarifne reforme (princip: korisnik plaća), komercijalizacije, privatizacije, konkurentnosti, ali i kod daljeg zakonodavnog i institucionalnog prilagođavanja. To je ključna pretpostavka podizanja efikasnosti i modernizacije energetske, sa-

braćajne, telekomunikacione i vodovodne infrastrukture u Srbiji.

Reforma državne uprave na svim nivoima vlasti u Srbiji je nedovoljno napredovala. Doneta je strategija razvoja državne uprave i akcioni plan za njenu implementaciju. Doneti su i sistemski zakoni za izgradnju decentralizovane i profesionalne državne uprave. Ali, Srbija još uvek ne poseduje adekvatne administrativne kapacitete koji su potrebni za vladavinu prava, funkcionisanje tržišne privrede, funkcionisanje demokratskih institucija, zaštitu ljudskih i manjinskih prava, kao i za implementaciju Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju EU.

U reformi sudstva do kraja 2007. godine nisu doneti sistemski zakoni koji omogućuju nezavisnost i funkcionalnost pravosudnog sistema, dok je doneta nacionalna strategija reforme pravosuđa usmerena na izgradnju nezavisnih, transparentnih, odgovornih i efikasnih institucija pravosudnog sistema.

U oblasti ravnomernog regionalnog razvoja doneta je Strategija regionalnog razvoja Srbije i pripremljen predlog zakona o regionalnom razvoju koji su ukazali da je potrebno u kratkom roku doneti zakonodavnu i institucionalnu infrastrukturu za novu regionalnu politiku Srbije. Od posebnog značaja je formiranje institucija za regionalni razvoj koje će utvrđivati i sprovoditi pro-

grame i projekte regionalnog profila i uspostaviti sistem podsticanja nerazvijenih područja i institucije za finansiranje regionalnog razvoja iz domaćih izvora i IPA fondova EU.

U oblasti zaštite životne sredine doneti su sistemski zakoni i nacionalna strategija održivog razvoja. U toku je uspostavljanje integrisanog sistema monitoringa vazduha i zemljišta. Identifikovani su ključni problemi zaštite vazduha, voda i zemljišta i u postupanju s komunalnim otpadom i uspostavlja se efikasniji sistem za njihovo rešavanje.

U oblasti socijalnog razvoja ostvareno je određeno poboljšanje kvaliteta života mereno indeksom humanog razvoja. Povećana je očekivana dužina života i smanjen broj umrlih odojčadi kao osnovnih indikatora kvaliteta života i zdravlja. Reformisan je državni penzijski sistem i uvedeno privatno penziono osiguranje. Unapređena je osnovna zdravstvena zaštita, poboljšan je sistem socijalne zaštite i dečije zaštite. Obezbeđena je materijalna pomoć za socijalno najugroženije grupe. Obezbeđeno je vraćanje zaostalih dugova i redovnost isplata.

U oblasti institucionalnog prilagođavanja Srbija je još uvek u malom broju oblasti u potpunosti prilagođena EU. Domaće zakonodavstvo potrebno je prilagoditi standardima EU, ubrzati usvajanje mnogih zakona i otklanjati ograničenja za njihovu primenu. U tom

pogledu veoma je značajno potpisivanje Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju, primena Prelaznog trgovinskog sporazuma od 1. januara 2009. kao i podizanje kapaciteta administracije, Parlamenta i sudskog sistema.

pitala privatizovano je 2.041 društveno preduzeće i ostvaren ukupan prihod od 2,5 mlrd. evra, uz ugovorene investicije u razvoj tih preduzeća od 1,3 mlrd. evra Od 2002. do 2007. raskinuto je 456 kupoprodajnih ugovora sa vlasni-

Tabela 5. Rezultati privatizacije društvenih preduzeća od 2002 do 2007. godine

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Ukupno
Broj prodatih preduzeća	213	641	242	311	282	352	2041
Broj zaposlenih	37.569	78.642	41.478	59.547	47.864	53.156	318.256
u mil. evra							
Prodajna cena	319,3	840,4	158,6	376,6	294,0	513,3	2.502,5
Investicije	320,2	319,8	103,2	104,6	313,3	132,5	1.290,6
Socijalni program	145,8	128,3	2,6	0,0	0,0	0,0	276,7

Izvor: Agencija za privatizaciju

2.2. Privatizacija i restrukturiranje realnog sektora

Privatizacija društvenih preduzeća. Zakonom o privatizaciji iz juna 2001. utvrđen je novi model privatizacije društvenih preduzeća koji je, nakon kraćeg perioda donošenja podzakonskih akata, izgradnje institucija i jačanja administrativnih kapaciteta za njegovu primenu, dao značajne rezultate u privatizaciji preduzeća. Zaključno sa decembrom 2007. metodom prodaje na tenderu, aukciji i tržištu ka-

cima privatizovanih preduzeća. Poseban značaj ima osnivanje 34.000 novih firmi u periodu 2005-2007. godine.

Efekti privatizacije ispoljili su se u finansijskim rezultatima poslovanja preduzeća i preduzetnika. Pozitivni trend poslovanja preduzeća započeo je 2005. kada su gubici privrede preplovljeni u odnosu na 2004. nastavljen je u 2006. i 2007. godini. Prvi put posle nekoliko decenija, privreda je ostvarila 2006. pozitivan neto finansijski rezultat od 108.094 mil. dinara, kao i 2007. od 53,5 mlrd. dinara.

Restrukturiranje društvenih preduzeća. Vlada je početkom 2001. donela odluku da u postupak restrukturiranja uđe 70 velikih društvenih preduzeća sa preko 150.000 zaposlenih, s ciljem da se ovi veliki poslovni sistemi pripreme za privatizaciju prodajom uspešnim investitorima i da se sačuva što više radnih mesta. Predviđen je stečaj i likvidacija delova ovih preduzeća koji nemaju ekonomsku perspektivu. U 2004. restrukturirana su i privatizovana samo dva preduzeća iz grupe za restrukturiranje zbog dominacije samoupravne logike zaposlenih i neefikasnog i dugog stečajnog postupka. Stečajni postupak za preduzeća sa većinskim društvenim kapitalom koji vodi Agencija za privatizaciju, intenziviran je od juna 2005. posle donošenja novog Zakona o stečaju i usvajanja izmena i dopuna Zakona o privatizaciji kojima je uvedena obaveza javnih poverilaca da uslovno otpišu svoja potraživanja prema subjektu privatizacije i da ih namire iz sredstava dobijenih od privatizacije. Od 2005. do 2007. restrukturirana su i prodana 33 velika društvena preduzeća iz inicijalne grupe od 70 velikih preduzeća u postupku restrukturiranja. Istovremeno, iz grupe za restrukturiranje u stečaj je otišlo sedam velikih društvenih preduzeća.

Restrukturiranje javnih preduzeća. Nacionalna javna preduzeća i javna komunalna preduzeća na počet-

ku tranzicije bila su u krajnje nepovoljnoj situaciji. Javna preduzeća su obavljala i delatnosti koje nisu bile od javnog interesa (niz pomoćnih i sporednih delatnosti), a u osnovnoj delatnosti bila su zaštićena od konkurencije sa depresiranim cenama proizvoda i usluga, što je uslovalo visoke gubitke koji su delom pokriveni subvencijama iz budžeta, a delom su predstavljali kvazifiskalni deficit. Ova preduzeća su ostvarivala nisku ekonomsku efikasnost, imala su ogroman višak zaposlenih i velike neotplative obaveze.

Restrukturiranje republičkih javnih preduzeća ubrzano je od 2005. kroz smanjenje broja zaposlenih, uz otpremnine iz budžetskih sredstava i smanjenje dugova otpisom javnih potraživanja. Kroz ulaganja unapređena je u određenoj meri tehnološka osnova infrastrukturnih delatnosti, posebno kod Telekoma, EPS, Aerodroma Beograd. Proces restrukturiranja javnih preduzeća podstaknut je donošenjem sistemskih zakona koji regulišu pojedine infrastrukturne delatnosti (Zakon o energetici, Zakon o javnim putevima, Zakon o železnici, Zakon o poštanskim uslugama, Zakon o telekomunikacijama) koji su u većoj ili manjoj meri usklađeni sa evropskim direktivama, kao i formiranjem regulatornih tela za pojedine infrastrukturne delatnosti: Agencija za energetiku, Agencija za energetske efikasnost, Direkcija za železnice, Agencija za kontrolu lete-

nja, Agencija za telekomunikacije, Agencija za poštanske usluge.

U liberalizaciji infrastrukturnih delatnosti i privatizaciji republičkih i komunalnih javnih preduzeća nije ostvaren potrebnii napredak. Očekuju se određeni rezultati u liberalizaciji fiksne telefonije, vazdušnog saobraćaja, uvoza nafte, proizvodnje električne energije, prevoza robe i putnika u železničkom saobraćaju, kao i u delimičnoj liberalizaciji komunalnih delatnosti. Najavljena je potpuna i delimična privatizacija kod nekih republičkih javnih preduzeća. Nakon sprovedenih postupaka restrukturiranja javnih preduzeća, predstoje značajne aktivnosti na završetku finansijske konsolidacije železnice, pošte i podzemne eksploatacije uglja, donošenju svih podzakonskih akata od značaja za sprovođenje sistemskih zakona koji regulišu infrastrukturne delatnosti i unapređenju regulatornog okvira za njihovo funkcionisanje. Time se stvaraju uslovi za liberalizaciju infrastrukturnog sektora i privatizaciju javnih preduzeća. Ostvaren je manji napredak u jačanju konkurencije u oblasti mobilne telefonije, distribucije naftnih derivata i poštanskih usluga.

Razvoj malih i srednjih preduzeća.

Formiranjem Agencije za razvoj malih i srednjih preduzeća, donošenjem Strategije razvoja malih i srednjih preduzeća i preduzetništva i Zakona o Garancijskom fondu, stvorene su pravne,

institucionalne i strateške osnove za brži razvoj sektora malih i srednjih preduzeća i preduzetništva (MSPP) u Srbiji. Do sada je značajno izmenjen ambijent za poslovanje i razvoj MSPP na nacionalnom, regionalnom i lokalnom nivou. Reformisan je pravni i institucionalni okvir poslovanja MSP, podignut nivo znanja i sposobnosti za rad u MSP, izgrađene institucije za finansijsku podršku i unapređeno statističko praćenje poslovanja MSP. Pripremljena je nacionalna strategija povećanja inovativnosti i konkurentnosti sektora MSPP.

Srbija sprovodi politiku razvoja malih i srednjih preduzeća u skladu sa načelima Evropske povelje o maloj privredi, s ciljem da se unaprede uslovi za osnivanje i poslovanje MSP i radnji i da se ohrabre investitori i preduzetnici. Osnovan je značajan broj MSPP (83.500) i radnji (284.000). Pri tome, broj aktivnih MSPP od 2001. je povećan za oko 10%. Prema podacima za 2007. udeo malog i srednjeg preduzetništva u BDP iznosi oko 58%, u izvozu oko 50% i u zapošljavanju oko 65%.

Sektor MSPP nakon sedam godina tranzicije je suočen sa skupim i dugotrajnim procedurama dobijanja dozvola za gradnju i drugih dozvola i licenci, neefikasnim i dugotrajnim rešavanjem poslovnih sporova i s neregulisanim uslovima za korišćenje pokretne i nepokretne imovine. Pored toga, neadekvatna je kvalifikaciona struktura i

FINANSIJE

Tabela 6. Razvoj malih i srednjih preduzeća

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Broj MSP preduzeća	63.985	66.133	68.220	74.708	74.736	75.596	83.511
Broj zaposlenih u MSP	590.223	669.510	668.722	752.740	810.862	870.979	906.669
Broj radnji	209.445	215.861	210.603	210.431	201.959	192.919	283.640
Udeo MSP u BDP, u % (u nefinansijskom sektoru)	41,0	47,6	51,3	51,8	54,1	56,9	58,3
Udeo MSP u izvozu, u % (u nefinansijskom sektoru)	25,5	33,4	33,9	34,8	39,6	43,6	50,2
Udeo MSP u zaposlenosti, u %	43,2	51,5	54,2	54,7	59,0	63,1	65,5

Izvor: Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja

nedovoljna zaštita zaposlenih u MSP. Nedovoljan je pristup MSPP raznim oblicima finansiranja na tržištu kapitala, krute su procedure javnih nabavki i previsoko postavljeni standardi zaštite životne sredine za MSPP.

Sektor MSPP koristi kreditne linije Evropske investicione banke i vlade Italije, finansijsku pomoć Vlade Srbije preko Fonda za razvoj koji odobrava povoljne kredite, garancije Garancijskog fonda za deo odobrenih kredita kod poslovnih banaka i kreditiranje samozapošljavanja preko Nacionalne službe za zapošljavanje.

Unapređenje poslovnog okruženja. Srbija je posebnu pažnju posvećivala pripremi i donošenju sistemskih zakona

na kojima se uređuju pojedina područja sistema, u skladu sa pravom EU. U tom periodu donet je novi Ustav i veliki broj zakona iz unutrašnjeg prava.

Tabela 7. Doneti sistemski zakoni u periodu 2001-2007. godina

Zakoni usvojeni 2001. godine	48
Zakoni usvojeni 2002. godine	44
Zakoni usvojeni 2003. godine	45
Zakoni usvojeni 2004. godine	81
Zakoni usvojeni 2005. godine	108
Zakoni usvojeni 2006. godine	39
Zakoni usvojeni 2007. godine	40
Ukupno donetih zakona	405

Narodna skupština od ukupno 405 donetih zakona iz unutrašnjeg prava, usvojila je 221 novi zakon i 184 zakona o izmenama zakona. Od 405 donetih zakona 94 zakona regulišu javne finansije i poreze, 74 zakona regulišu državno uređenje i ljudska prava, 64 zakona regulišu pravosuđe, 61 zakon reguliše ekonomiju.

Novi zakoni omogućuju ubrzavanje tržišnih prilagođavanja u realnom i finansijskom sektoru i ubrzavanje procesa pristupanja Srbije EU. Usklađivanje zakona sa pravnim standardima EU (*acquis communautaire*) podrazumeva da se rešenja iz prava EU u potpunosti ugrađuju u domaći pravni poredak.

Harmonizacija domaćih zakonskih i podzakonskih akata odvija se u okviru procesa stabilizacije i pridruživanja Srbije EU, što je jedan od uslova za članstvo u EU. Posebna pažnja posvećuje se usklađivanju propisa koji se odnose na slobodan promet robe, slobodno kretanje lica, slobodno vršenje usluga i slobodno kretanje kapitala i na usklađivanje zajedničkih politika, što je od presudne važnosti za uspostavljanje i funkcionisanje unutrašnjeg tržišta.

2.3. Konsolidacija i privatizacija finansijskog sektora

Finansijsko tržište. U prvih sedam godina tranzicije uspostavljen je novi zakonodavni okvir (Zakon o

tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata koji je više puta menjan) i novi regulatorni okvir (Komisija za hartije od vrednosti), s ciljem da se reguliše finansijsko tržište. Propisi o finansijskom tržištu ne sadrže precizne odredbe i komplikovani su za primenu i nisu usklađeni sa povezanim sistemskim zakonima. Nedovoljno razvijeno finansijsko tržište Srbije obeležavaju dva pozitivna toka: kontinuirana trgovina akcijama i normalizacija prinosa na tržištu obveznica. Tržište kapitala, kao ključni segment finansijskog tržišta, organizovano je u formi klasične berze osnovane 1989. koja je do 2002. funkcionisala na nestandardan način i bez normalnih pravila ponašanja. Osnovni instrumenti na tržištu kapitala bile su akcije iz insajderske privatizacije i obveznice emitovane radi isplate stare devizne štednje. Izostao je izlazak javnih preduzeća na berzu čije su akcije kvalitetan tržišni materijal.

Tokom devedesetih godina i u 2001. i 2002. pretežno se trgovalo komercijalnim zapisima preduzeća i blagajničkim zapisima centralne banke. Promenom regulative 2003. osnovna aktiva na finansijskom tržištu postale su akcije i obveznice stare devizne štednje.

Bankarski sektor. Na bazi novog Zakona o bankama ostvarena je konsolidacija i rast bankarskog sektora i povećanje njegove efikasnosti, uz po-

FINANSIJE

Tabela 8. Promet na Beogradskoj berzi

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. Ukupna vrednost prometa na Beogradskoj berzi, mil. din.	50.156,5	102.298	93.070,4	40.584,0	48.350,8	100.584,0	164.990,9
2. Vrednost prometa dugoročnih HoV, mil. din.	277,2	9.740,4	40.644,6	34.566,3	48.350,8	100.584,0	164.990,9
2.1. Obveznice RS, mil. din.	181,0	2.714,2	10.156,7	9.042,6	9.191,3	13.285,2	16.633,6
2.2 Akcije, mil. din.	96,2	7.026,2	30.487,9	25.523,7	39.159,5	87.298,8	148.357,3
3. Promet ostalih HoV, mil. din.	49.879,3	92.557,8	52.425,8	6.017,4	-	-	-
Struktura prometa, u %							
1. Ukupan promet na Beogradskoj berzi	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Promet dugoročnih HoV	0,6	9,5	43,7	85,2	100,0	100,0	100,0
2.1. Obveznice RS	0,4	2,7	10,9	22,3	19,0	13,2	10,0
2.2 Akcije	0,2	6,9	32,8	62,9	81,0	86,8	90,0
3. Ostale HoV	99,4	90,5	56,3	14,8	-	-	-

Izvor: Beogradska berza

javu rizika u vezi sa kreditnom ekspanzijom. Iako je registrovan brzi rast depozita kod banaka, nedovoljan je nivo poverenja prema nacionalnoj valuti i nacionalnom bankarskom sektoru. Na to ukazuje valutna struktura depozita (64% ukupnih depozita je denominovano u evrima, a 36% u di-

narima), kao i ročna struktura depozita (57,4% su depoziti po viđenju, a 36,3% su kratkoročni depoziti). Kroz privatizaciju šest velikih banaka sa većinskim vlasništvom države značajno je unapređeno bankarsko tržište, izmenjena vlasnička struktura banaka i ostvaren prihod od prodaje od 795,7

FINANSIJE

mil. evra. Očekuje se privatizacija još šest banaka u kojima država ima vlasnički udeo. Pored toga, tranzicija poslovnog bankarstva donela je ukрупnjavanje bankarskog sektora kroz proces spajanja, pripajanja i dokapitalizacije, što je uz dolazak stranih banaka kao investitora u bankarski sektor povećalo ponudu i kvalitet bankarskih usluga.

naka (30% ukupnih sredstava bankarskog sektora klasifikovano je krajem 2006. kao rizično). Smanjenju rizika u poslovanju banaka značajno će doprijeti usklađivanje nadzora banaka sa principima Bazela.

Sektor osiguranja. U Srbiji je nedovoljno razvijen sektor osiguranja, o čemu svedoči mali iznos premije po glavi stanovnika (54 evra) i nisko

Tabela 9. Osnovni pokazatelji bankarskog sektora

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. Broj banaka	49	50	47	43	40	37	35
2. Ukupna bilansna suma banaka, u mlrd. din.	291,5	316,6	367,5	510,1	775,0	1.169,3	1.561,8
3. Kapital banaka, u mlrd. din.	46,2	63,6	86,3	99,5	125,7	216,3	328,4
4. Vlasnička struktura banaka, broj banaka							
- većinsko vlasništvo stranih banaka	15	12	11	11	17	22	21
- većinsko vlasništvo domaćih fizičkih i pravnih lica	23	27	19	18	12	7	6
- većinsko vlasništvo Republike Srbije	11	11	17	14	11	8	8

Izvor: NBS

Sa promenom vlasničke strukture, poboljšano je upravljanje kapitalom ovih banaka i ojačana njihova kapitalna osnova. Ukupna bilansna suma i vrednost kapitala bankarskog sektora sistematski je povećavana, uz čišćenje bilansa od nenaplativih potraživanja i uz prisustvo visokog kreditnog rizika vezanog za nove plasmane ba-

učešće naplaćenih premija osiguranja u BDP (2,1%), dok je to učešće u EU 8,4%. U bilansnoj sumi finansijskog sektora Srbije banke učestvuju sa 89%, a društva za osiguranje sa 6%. Na tržištu osiguranja samo 9,5% od ukupnog osiguranja potiče od životnog osiguranja, dok je u razvijenim njegovo učešće 60% ukupnog osiguranja.

Donošenjem novog Zakona o osiguranju uspostavljena je kontrola NBS nad tržištem osiguranja i registrovan je porast premije osiguranja. Smanjena je koncentracija na tržištu osiguranja sa pretežnim učešćem neživotnih osiguranja i pored rasta životnog osiguranja. Na tržištu osiguranja posluje 20 društava za osiguranje, od toga 17 društava se bavi poslovima osiguranja, poslovima reosiguranja bave se dva društva, dok se jedno društvo bavi poslovima osiguranja i reosiguranja. Životnim osiguranjem se bave 3 društva, a neživotnim 8 društava, s tim što se 7 društava bavi i životnim i neživotnim osiguranjem. Obaveznim osiguranjem vlasnika motornih vozila bavi se 10 društava. Na kraju 2007. u većinskom stranom vlasništvu bilo je 12 društava, 8 društava je u većinskom domaćem vlasništvu, od čega su 2 društva u državno-društvenoj svojini, a 6 društava u privatnoj svojini.

Lizing društva. Tržište finansijskog lizinga u Srbiji počelo je da se razvija donošenjem Zakona o finansijskom lizingu u maju 2003. godine. Izmenama i dopunama ovog zakona u julu 2005. NBS je nadležna za ovaj sektor. Šire prihvatanje lizing usluge na finansijskom tržištu počinje od 2004. godine. Najveći rizik kojem je sektor finansijskog lizinga izložen potiče od niskog učešća sopstvenog kapitala u ukupnim izvorima finansiranja. Pokazatelji poslovanja lizing društava ukazuju na nedovoljno učešće ove finansijske delatnosti u finansiranju privrede.

Dobrovoljni penzijski fondovi. U okviru reforme penzijskog sistema, krajem 2005. je donet Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, usaglašen sa direktivama EU. NBS je nadležna za nadzor nad radom društava za upravljanje penzijskim fondovima i za do-

Tabela 10. Osiguravajuća društva

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Broj osiguravajućih društava	31	36	36	40	18	17	20
Bilansna aktiva, u mlrd. din.	27,7	33,2	36,6	30,8	46,4	56,1	70,6
Ukupna premija, u mlrd. din.	17,4	21,2	22,6	22,6	34,7	38,3	41,2
Učešće premije u BDP, u %	2,2	2,1	1,9	1,6	2,0	1,8	1,7

Izvor: NBS

FINANSIJE

Tabela 11. Lizing društva

	2003	2004	2005	2006	2007
Broj lizing društava	10	12	13	15	17
Bilansna aktiva lizing društava, u mlrd. din.	3,7	23,0	51,8	67,7	100,6
Odnos prema bilansnoj aktivi banaka	1,0%	4,5%	6,6%	5,8%	6,4%

Izvor: NBS

nošenje podzakonske regulative. Dobrovoljni penzijski fondovi, kao segment finansijskog sektora, doprinose produblivanju inače plitkog finansijskog tržišta time što raspolažu dugoročnim sredstvima za finansiranje koja mogu da ulažu i u hartije od vrednosti izdate od preduzeća sa dobrim bonitetom.

Od donošenja ovog zakona osnovano je 7 društava koja se bave upravljanjem dobrovoljnim penzijskim fondovima, 6 aktivnih dobrovoljnih penzijskih fondova i 3 kustodi banke koje vode račune tih fondova, sa ukupnom vrednošću imovine od 33,0

Tabela 12. Dobrovoljni penzijski fondovi

	2007
Broj dobrovoljnih penzijskih fondova	7
Bilansna aktiva, u mil. dinara	746

Izvor: NBS

mil. evra. Od ukupnog broja društava koja se bave upravljanjem dobrovoljnim penzijskim fondovima 2 su u domaćem vlasništvu, a 5 u većinskom stranom vlasništvu.

Investicioni fondovi. Donošenjem Zakona o investicionim fondovima (jun 2006.) stvorene su systemske pretpostavke za osnivanje fondova investicionog karaktera koji će obeležiti naredni period i doprineti razvoju tržišta kapitala. Osnivanje investicionih fondova, koji prema ovom zakonu mogu biti otvoreni, zatvoreni i privatni, omogućiće dinamičniji privredni razvoj, uz smanjenje nesistemskih rizika ulaganja sa stanovišta investitora i lakši pristup finansijskim resursima od strane preduzeća. Pristupačnost finansijskim resursima trebalo bi da se znatno poveća s obzirom na visoku mobilnost kapitala koju će ostvariti ovi fondovi. Komisija za hartije od vrednosti, nadležna za kontrolu poslovanja investicionih fondova, izdala je dozvole za osnivanje 9 investicionih fondova, čija je ukupna bilansna aktiva na kraju 2007. iznosila 313 mil. dinara.

FINANSIJE

Tabela 13. Investicioni fondovi

	2007
Broj investicionih fondova	9
Ukupna bilansna aktiva, u mil. dinara	313

Izvor: NBS

2.4. Reforma rada

Tržište rada u Srbiji reformiše se na bazi Zakona o radu koji je menjan više puta i na bazi Zakona o zapošljavanju. Na početku tranzicije tržište rada je karakterisala visoka nezaposlenost, veliki viškovi zaposlenih u društvenim i državnim preduzećima, nedovoljna zaposlenost u privatnom sektoru, neusklađena ponuda i tražnja radne snage i njena nedovoljna mobilnost.

Tabela 14. Osnovni pokazatelji zaposlenosti i nezaposlenosti

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ukupan broj zaposlenih, u 000	2.102	2.067	2.040	2.051	2.069	2.026	2.002
Stopa rasta zaposlenosti	0,2	-1,7	-1,3	0,5	0,9	-2,1	-1,2
Broj nezaposlenih lica, u 000 ¹	780,5	904,5	944,9	969,9	895,7	916,3	785,1
Stopa nezaposlenosti, MOR	13,4	14,5	16,0	19,5	21,8	21,6	18,8
Slobodna radna mesta	542.159	463.941	513.325	507.694	602.558	707.140	758.832
Zapošljavanje	393.371	386.053	432.103	439.422	537.139	631.535	695.508
Broj korisnika novčane naknade	50.804	69.555	90.995	76.584	62.952	73.419	74.449

¹ Do 2005. lica koja traže zaposlenje, a od 2005. aktivno nezaposlena lica

Izvor: RZS, NSZ

Radi smanjenja nezaposlenosti doneta je Nacionalna strategija zapošljavanja do 2010. i Akcioni plan zapošljavanja 2006-2008. godina. Od ključnog značaja za uspostavljanje trenda održivog rasta zaposlenosti jeste dinamičan i održiv privredni rast zasnovan na rastu domaće štednje i investicija (privatnih i javnih) i na obilnijem prilivu stranih direktnih investicija.

2.5. Reforma obrazovanja i nauke

I pored razvijene mreže osnovnih škola, Srbija ima 233.000 potpuno nepismenih stanovnika starijih od 10 godina, što čini 3,5% ukupnog stanovništva. Pored toga, obrazovna struktura stanovništva je nepovoljna, pri čemu 22% stanovništva ima samo osnovno obrazovanje. U obrazovnoj strukturi nedovoljan je udeo stanovništva sa završenim srednjim obrazovanjem (25%) i sa završenim visokim obrazovanjem (7%).

Sistem obrazovanja od 2001. modernizuje se u pravcu povećavanja njegove efikasnosti i rasta kvaliteta znanja ali, nisu ostvareni приметniji rezultati u decentralizaciji obrazovnog sistema i u povezivanju škola sa lokalnim tržištima rada, kao ni u poboljšanju kvaliteta nastavnih programa i sadržaja obrazovanja, sistema ocenjivanja, stručnog usavršavanja nastavnika, opremanja obrazovnih

institucija i uvođenja novih obrazovnih profila.

Privatni sektor postoji na nivou srednjoškolskog i visokoškolskog obrazovanja, ali nije doprineo povećanju kvaliteta znanja. Otpočeo je proces usklađivanja visokoškolskog obrazovanja sa evropskim tipom obrazovanja (Bolonjski proces). Osnovan je Nacionalni savet za visoko obrazovanje i Državni zavod za obrazovanje, kao važne institucije za unapređenje obrazovanja u zemlji.

Istraživački potencijal Srbije čini 35 naučnoistraživačkih organizacija čiji je osnivač Republika, 80 državnih fakulteta, 40 privatnih fakulteta, 45 istraživačkih jedinica u privredi. Ukupan broj istraživača u Srbiji iznosi 8.500 naučnika. Od 2001. odvija se proces revitalizacije naučnoistraživačkih kapaciteta i unapređenja inovativne infrastrukture, s ciljem da se stvori naučno-tehnološka osnova za razvoj inovativne privrede i društva u Srbiji u predstojećoj razvojnoj fazi i da se za nauku u Srbiji obezbedi uključivanje u evropski istraživački prostor. Istraživačke grupe iz Srbije uključene su od 2001. u program KOST, a od 2002. i u VI okvirni program, uključujući i program mobilnosti, kao i u EUPEKA program (Evropska inicijativa za unapređenje konkurentnosti).

Iz budžeta Republike za nauku se godišnje izdvaja oko 0,4% BDP, a

privreda za istraživanja i razvoj izdvaja samo 0,1% BDP, što je daleko ispod nivoa iz Lisabonske preporuke evropskih zemalja prema kojoj izdvajanja za istraživanja i razvoj članica EU treba da u 2010. dostignu 3% BDP (budžet i privreda).

Doneti su Zakon o naučnoistraživačkoj delatnosti i Zakon o inovacionoj delatnosti kojima se stvaraju osnove za brži i produktivniji razvoj nauke i tehnologije kao ključnih poluga razvoja inovativne privrede i društva u Srbiji.

2.6. Reforma sistema socijalnog osiguranja i socijalne zaštite

Reforma penzionog sistema. Srbija je 2001. otpočela transformaciju državnog penzionog sistema zasnovanog na principu međugeneracijske solidarnosti i tekućeg finansiranja iz doprinosa za penzijsko osiguranje. Glavne institucije tog sistema čine fond zaposlenih, fond samostalnih delatnosti i fond poljoprivrednika. Ključne mere za reformu ovog sistema bile su pooštavanje uslova za penzionisanje, plaćanje doprinosa za

Tabela 15. Odnos broja zaposlenih i broja penzionera i odnos prosečne neto zarade i prosečne penzije

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Broj penzionera, u 000	1.219,1	1.251,7	1.251,8	1.244,9	1.239,0	1.254,6	1.279,2
Broj zaposlenih, u 000*	1.555	1.677,0	1.612,0	1.580,0	1.546,0	1.472,0	1.432,9
Odnos broja zaposlenih i broja penzionera	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
Prosečna penzija, u dinarima	4.107	6.546	7.844	9.244	11.484	14.041	14.996
Prosečna neto zarada, u dinarima	6.078	9.208	11.500	14.108	17.443	21.707	27.759
Odnos prosečne penzije i prosečne neto zarade, u %	67,6	71,1	68,2	65,5	65,8	64,7	54,0
Stopa doprinosa za PIO, u %	19,6	19,6	20,6	22,0	22,0	22,0	22,0

* Nije uključen broj privatnih preduzetnika i broj zaposlenih kod njih

Izvor: RZS, RF PIO zaposlenih

FINANSIJE

Tabela 16. Osnovni pokazatelji RFPIO zaposlenih (u mil. dinara)

Pokazatelji	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Prihodi RFPIO zaposlenih po osnovu socijalnih doprinosa, u mil. din.	50.453,4	66.265,0	78.620,6	107.677,7	125.875,5	156.597,2	180.457,8
Rashodi RFPIO zaposlenih po osnovu prava iz socijalnog osiguranja, u mil. din.	70.680,7	115.480,0	142.631,9	170.019,1	211.419,2	244.007,3	272.711,0
Od toga: penzije ¹	61.156,8	98.803,3	122.946,9	144.137,5	173.532,8	204.785,5	233.690,0
Transferi iz budžeta RS RFPIO, u mil. din.	21.538,4	47.761,9	55.029,2	67.351,3	82.903,5	96.060,0	92.795,5

¹ Uključen je stari dug penzionerima

Izvor: MFIN

penzijsko osiguranje na sva primanja (proširenje osnovice) i integrisanje svih fondova obaveznog penzionog osiguranja.

Pored sprovedenih reformi državni penzioni sistem je i dalje fiskalno neodrživ zbog smanjivanja broja stanovnika i povećanja dužine života, nepovoljnog odnosa broja penzionera i broja zaposlenih, neadekvatnog odnosa prosečne zarade i prosečne penzije, nedovoljnosti prihoda od doprinosa za finansiranje penzija i posledično visokih transfera iz budžeta za pokriće deficita državnih penzionih fondova.

Preduzete reforme u okviru penzionog sistema u određenoj meri smanjile su fiskalni pritisak vezan za starenje stanovništva i pogoršanje odnosa broja penzionera i broja zaposlenih koji plaćaju doprinose za obavezno socijalno osiguranje. Došlo je do umerenog pada učešća ukupnih rashoda penzionog sistema u BDP sa 13,4% u 2005. na 12,9% u 2007. godini i posledično do smanjenja transfera iz budžeta kojima se pokrivaju rashodi penzionog sistema sa 5,0% BDP u 2005. godini na 4,4% u 2007. S obzirom na visok rast zarada u prethodnom periodu, kao i izmenu for-

mule za obračun penzija, došlo je do smanjenja stope zamene kao odnosa prosečne penzije i prosečne neto zarade sa 67,6% u 2001. na 54% u 2007. godini. Koeficijent zavisnosti kao odnos broja lica koji uplaćuju doprinose i broja korisnika penzija održava se na nivou od 1,6 u posmatrane tri godine.

Paralelno sa reformom prvog stuba 2005. donet je Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima na bazi koga je uveden treći stub modernog penzionog sistema - dobrovoljni kapitalizovani penzioni fondovi. U perspektivi se očekuje i uvođenje obaveznih kapitalizovanih fondova (drugi stub).

Reforma sistema zdravstvene zaštite. Srbija je 2001. otpočela transformaciju sistema obaveznog (državnog) zdravstvenog osiguranja, koga karakteriše potpuni obuhvat stanov-

ništva zdravstvenim osiguranjem sa širokim pravima iz zdravstvenog osiguranja, većinsko državno vlasništvo nad objektima i opremom zdravstvenih ustanova i nedovoljno razvijeni privatni sektor u zdravstvu.

U sistemu zdravstvene zaštite ostvaren je napredak u revitalizaciji zgrada, modernizaciji opreme, snabdevenosti lekovima i potrošnim materijalom i poboljšanju kvaliteta zdravstvenih usluga, dok je sistem zdravstvenog osiguranja ostao neizmenjen. Predstoji podizanje kvaliteta rada zdravstvenih ustanova kroz akreditaciju zdravstvenih ustanova i programa, licenciranje zdravstvenih radnika, uvođenje modernih zdravstvenih tehnologija, jačanje privatnog sektora u zdravstvu, uvođenje novih mehanizama finansiranja zdravstvenih usluga.

U 2004. i 2005. usvojen je paket novih zdravstvenih zakona (Zakon o zdravstvenom osiguranju, Zakon o

Tabela 17. Osnovni pokazatelji penzionog sistema % BDP

	2005	2006	2007
Ukupno prihodi sva tri PIO fonda	13,5	14,3	13,2
Ukupni rashodi sva tri PIO fonda	13,4	13,7	12,9
Pokrivenost rashoda doprinosima (%)	58,5	62,1	64,7
Ukupno transferi PIO fondovima	5,0	5,4	4,4
Stopa zamene	65,8	64,7	54,0

Izvor: Republički fondovi PIO zaposlenih, samostalnih delatnosti i poljoprivrednika

FINANSIJE

zdravstvenoj zaštiti, Zakon o lekovima i medicinskim sredstvima, Zakon o komorama zdravstvenih radnika i dr.) koji omogućuju ubrzanje reformi u zdravstvenom sektoru. Reforme u zdravstvu je podržala EU preko Evropske agencije za rekonstrukciju koja realizuje projekat unapređenja zdravstvene zaštite u Srbiji. SB i EU putem svojih projekata jačaju kapaci-

tete resornog ministarstva za zdravlje i kapacitete zdravstvenih ustanova s ciljem da se razviju znanja i sposobnosti za uvođenje novog sistema zdravstvene zaštite.

Reforma sistema socijalne i dečije zaštite. Srbija je od 2001. unapređivala sistem socijalne zaštite koji obuhvata pomoć siromašnim pojedincima i

Tabela 18. Osnovni indikatori zdravstva

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ukupan broj zaposlenih u zdravstvu	118.975	122.877	122.277	123.480	115.485	109.771	111.068
Ukupan broj zdravstvenih radnika	85.432	88.064	87.937	89.007	83.867	81.821	82.766
U tome: lekari	19.908	20.243	19.900	20.179	19.685	19.581	20.066
Ukupan broj nemedicinskih radnika	33.543	34.813	34.340	34.473	31.618	27.950	27.784
Broj bolesničkih dana, u 000	11.771,1	11.594,9	11.296,0	12.050,9	11.161,9	11.243,8	11.013,8
Ukupna primanja RZZO, u mil. din.	40.968,2	58.659,1	66.638,3	83.933,9	104.413,9	118.803,5	143.631,8
Ukupni izdaci RZZO, u mil. din.	40.968,2	58.612,5	66.572,7	83.788,8	102.764,2	114.287,1	144.249,5
Transferi iz budžeta RS RZZO, u mil. din.	2.503,3	3.935,4	4.056,2	2.734,9	2.800,0	0,0	3.257,4

Izvor: Institut za zaštitu zdravlja Srbije „Dr Milan Jovanović-Batut“: „Zdravstveno statistički godišnjak“, MFIN

Tabela 19. Osnovni indikatori socijalne i dečije zaštite

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Materijalno obezbeđenje porodice						
- prosečan broj porodica	34.070	39.430	42.615	42.254	52.000	47.912
- prosečan broj lica	76.192	90.336	100.576	108.793	127.000	122.134
- isplaćena sredstva iz Budžeta RS, u mil. din	653,6	921,3	1.294,3	1.709,9	2.800,0	2.660,2
Društvena briga o deci						
- broj porodica koje koriste dečiji dodatak	345.238	324.650	265.128	262.693	246.428	234.836
- broj dece	589.584	573.187	489.110	489.803	460.468	438.073
- isplaćena sredstva iz Budžeta RS, u mil. din	4.390,0	4.523,5	4.271,8	5.920,8	7.133,0	8.512,5

Izvor: Vlada Republike Srbije „Drugi izveštaj o implementaciji Strategije za smanjenje siromaštva“.

porodicama, brigu o osetljivim socijalnim grupama i podršku formiranju mladih porodica, uključujući podsticanje rađanja, kao i sistem dečije zaštite.

Na početku tranzicije obezbeđeno je vraćanje nagomilanih dugova, redovnost isplata i popravljanje stanja u domovima za smeštaj. Istovremeno, formulisana je reforma sistema socijalne zaštite zasnovana na racionalizaciji sredstava, usklađivanju socijalne zaštite sa budžetskim mogućnostima i usmeravanju socijalnih transfera na ugrožene socijalne grupe. Usluge u socijalnoj zaštiti su decentralizovane, a u njihovo pružanje uključen je i nevladin sektor.

3. KLJUČNI UČINCI I IZAZOVI EKONOMSKE POLITIKE I INSTITUCIO- NALNIH REFORMI

Srbija je u prvih sedam godina tranzicije ekonomskom politikom i institucionalnim reformama značajno unapredila sistem i poboljšala makroekonomske performanse. Ostvaren je brz privredni rast i poboljšan životni standard stanovništva.

Registrovane su visoke stope rasta BDP u čitavom tranzicionom periodu, nakon drastičnog pada privredne aktivnosti tokom devedesetih godina prošlog veka. Privredni rast je vođen

rastom domaće tražnje i podstaknut kreditnom i fiskalnom ekspanzijom, izvršenim strukturnim reformama, pre svega u oblasti restrukturiranja bankarskog sektora, privatizacije društvenih preduzeća i priliva stranih investicija.

Poboljšanje životnog standarda ostvareno je kroz značajan rast BDP po stanovniku i značajan rast plata, penzija i socijalnih transfera. Po tom osnovu smanjeno je siromaštvo u Srbiji. Prema Anketi o životnom standardu iz 2007. siromašno je 6,6% populacije odnosno oko 500.000 stanovnika, pre svega, neobrazovano i nezaposleno stanovništvo.

Snažan privredni rast Srbije u prvih sedam godina tranzicije s realnim povećanjem BDP u proseku za 5,5% godišnje vođen je domaćom tražnjom i podržan je rastom svetske privrede i prilivom stranog kapitala, restrukturiranjem spoljnih dugova Srbije, kao i sprovođenjem strukturnih reformi koje su prekidane čestim političkim promenama.

Istraživanja Branka Milanovića (*Novac* – nedeljnik o ekonomiji, br. 18, Blic od 10. januara 2009.) pokazuju usporavanje dinamike rasta Srbije u dužem vremenskom periodu. Prosečan rast proizvoda po stanovniku od 1952. do 1965. iznosio je 7,5%, a u periodu od 1965. do 1980. iznosio je 4,9%. U periodu od 1980. do 1990. registrovan je nulti rast, a od 1990. do 2000. društveni proizvod je smanjen u

proseku 2,5% godišnje. Od 2000. do 2008. stopa rasta bruto domaćeg proizvoda po stanovniku je iznosila 5,1%. Srbija je tek 2007. dostigla najveći nivo društvenog proizvoda po stanovniku ostvaren 1986. Milanović ocenjuje da je celokupni privredni razvoj Srbije u 20. veku bio neuspešan i da je produbljivan jaz između Srbije i razvijenih evropskih zemalja. Privredni rast Srbije u prve tri decenije, poništen je stagnacijom društvenog proizvoda 80-ih i njegovim opadanjem 90-ih godina. Rast BDP Srbije u prvih osam godina 21. veka nije bio dovoljan da se takav dugoročni trend preokrene.

Privredni rast vođen snažnom domaćom tražnjom koju je podsticala ekspanzija zarada i kredita bio je praćen inflacijom. NBS je sredinom 2006. uvela režim targetiranja inflacije i monetarnom politikom suzbijala inflatorna očekivanja i pritiske deprecijacije. NBS je preduzimala i prudencijalne i kontrolne mere koje su stvorile visok ratio likvidnosti bankarskog sistema.

Privredni rast je praćen visokim tekućim deficitom uslovljen bržim rastom domaće tražnje za robom i uslugama od stvaranja prihoda. Povoljni globalni finansijski uslovi omogućavali su finansiranje deficita tekućeg računa korišćenjem inostranih izvora sredstava.

Izvoz, investicije i domaća štednja kao ključne poluge rasta još su na ni-

skom nivou. Oporavak proizvodnje još ne daje neto rast zaposlenosti. U privredi Srbije postoje neravnoteže koje je uz rast zaduženosti čine osjetljivom na unutrašnje i spoljne šokove. Za rast i zapošljavanje od ključnog značaja su reforme vlasničkih odnosa, poslovne klime, trgovinskog režima, finansijskog sektora, tržišta rada i obrazovnog sistema.

Učinci ekonomske politike i institucionalnih reformi bili bi veći da se pojedine mere ekonomske politike nisu prilagođavale populističkim ciljevima i da se pojedine strukturne reforme nisu zaustavljale zbog političke nestabilnosti. U tom pogledu precegnjeni devizni kurs omogućava je obiman uvoz robe široke potrošnje i veći standard; velika izdvajanja za javnu potrošnju omogućavala su rast plata iznad rasta produktivnosti; kašnjenje u donošenju stečajnog zakonodavstva i usporen stečajni postupak omogućavali su zadržavanje neefikasnih preduzeća i očuvanje neproduktivnih radnih mesta i tako redom.

Tokom tranzicionog perioda devizni kurs nije formiran dominantno na bazi tržišnih zakona i nije bilo slobodno fluktuirajućeg kursa. NBS je intervenisala na deviznom tržištu svaki put kad je procenila da je ugrožena finansijska stabilnost tržišta. Pored repo kamatne stope koristila je stopu obavezne rezerve i intervencije na deviznom tržištu. U uslovima ekspanzivne fiskalne politike i umereno restriktiv-

ne monetarne politike devizni kurs nije bio realan. Smanjenje precenjenosti dinara zahtevalo je ubrzanje strukturnih reformi, povećanje konkurentnosti privrede i restriktivnu fiskalnu politiku. Snažna aprecijacija dinara u većem delu tranzicionog perioda delovala je istovremeno na smanjenje inflacije i na smanjenje konkurentnosti privrede i izvoza i na rast uvoza i deficita tekućeg računa.

Privreda Srbije je ranjiva na srednji i dugi rok zbog rastućih makroekonomskih neravnoteža koje se ispoljavaju u rastu fiskalnog deficita, rastu deficita tekućeg računa, rastu inflacije, niskoj domaćoj štednji i rastu spoljnog duga. Povećanje nivoa javne potrošnje i dvocifrena prosečna stopa inflacije u prvih sedam godina tranzicije, visok deficit spoljnog sektora, aprecijacija kursa i populistička politička obećanja ugrožavaju makroekonomsku stabilnost i otežavaju dolazak investitora u Srbiju, čija ulaganja mogu da obezbede rast zaposlenosti i dohotka i smanjenje spoljnotrgovinskog deficita.

Istraživanja MMF pokazuju da rast fiskalnog deficita iznad 1,5% BDP ugrožava unutrašnju i spoljnu makroekonomsku stabilnost (*IMF Country Report No 2008/55*) i uslovljava potrebu zaduživanja države zbog smanjenja prihoda od privatizacije kojima je finansiran budžetski deficit.

Istraživanja problema spoljnog deficita (M. Bošnjak *Ključne makroeko-*

nomske neravnoteže u Srbiji, www.mfin.gov.rs, Ekonomska istraživanja - studije) pokazuju da je deficit tekućeg računa platnog bilansa Srbije iznad svog dugoročnog trenda i da ga je neophodno smanjivati ubrzanom rastom BDP, smanjenjem jaza između potrebnih i raspoloživih investicija i smanjenjem visoke javne potrošnje.

Veliki spoljnotrgovinski deficit rezultat je niskog izvoza, iako je registrovan brzi rast izvoza u čitavom tranzicionom periodu, u proseku oko 20% godišnje. Izvozna ponuda nema odgovarajući obim i strukturu sa stanovišta povećanja deviznog priliva i eksterne likvidnosti. Deficit na tekućem računu pokrivan je zaduživanjem u inostranstvu i stranim direktnim investicijama. Smanjenje deficita tekućeg računa ispod 10% BDP, što se smatra kritičnom granicom srednjoročno održivog tekućeg deficita, je veliki izazov i zadatak ekonomske politike i institucionalnih reformi.

Izazov i zadatak ekonomske politike i institucionalnih reformi jeste uspostavljanje i održavanje niske stope inflacije koja uz smanjenje javne potrošnje i sprovođenje institucionalnih reformi obezbeđuje rast privredne aktivnosti. Održiv privredni rast bazira se na makroekonomskoj stabilnosti, prilivu stranih investicija, rastu domaćih investicija, povećanju konkurentnosti privrede i posledično na rastu dohotka i životnog standarda sta-

novništva. Srbija nije ostvarila održivu jednocifrenu stopu inflacije, pre svega, zbog rasta cena nafte, struje i hrane koje su se preko visoke domaće tražnje prelele u visoku inflaciju. Visok rast tražnje izazvan je velikim rastom javne potrošnje i kreditnom ekspanzijom. Takođe, zadatak ekonomske politike i institucionalnih reformi je i smanjenje visoke nezaposlenosti i usklađivanje rasta zarada sa rastom produktivnosti rada, s obzirom da je na kraju sedme godine tranzicije registrovana visoka stopa nezaposlenosti (18,8% po metodologiji ILO), kao i da je rast zarada iznad rasta produktivnosti odvlačio investicije kao ključni izvor nove zaposlenosti.

LITERATURA

1. *Četiri godine tranzicije u Srbiji*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2005.
2. *Reforme u Srbiji: Dostignuća i izazovi*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, jun 2008.
3. *Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2009. godinu, sa projekcijama za 2010. i 2011. godinu*, Vlada Republike Srbije, decembar 2008.
4. Svetska banka, *Program za ekonomski rast i zapošljavanje*, Beograd, 2004.
5. EBRD, *Trancision Report 2007*.

6. IMF, *Progress Report*, 2007.
7. IMF, *Country Report*, 2008.
8. IMF, *World Economic Outlook*, October 2008.
9. The World Bank, *Doing business 2009: Country profile for Serbia*, September 2008.
10. European Commission, *Candidate and Pre-accession Countries Economies Quarterly*, November 2008.
11. European Commission, *Promoting prosperity and stability-The EMU anchor in candidate and potential candidate countries*, October 2008.
12. European Commission, *Progress Report for Serbia*, October 2008.

Rad primljen: 24.04.2008.
UDK: 338.23:336.74(497.11)
JEL: E-52
Stručni rad

PRIMENA NOVOG OKVIRA MONETARNE POLITIKE-KORIDOR KA POTPUNOJ IMPLEMENTACIJI STRATEGIJE TARGETIRANJA INFLACIJE U SRBIJI

*APPLICATION OF NEW FRAMEWORK MONETARY POL-
ICY-CORRIDOR TOWARDS FULL IMPLEMENTATION OF
TARGETING OF INFLATION STRATEGIES IN SERBIA*

Dr Dragan M. MOMIROVIĆ
AD „Autopomet“, Niš

Rezime

U ovom radu se ukazuje na teorijske osnove i principe ciljane inflacije, kao i na institucionalne pretpostavke njenog implementiranja, te njene pozitivne i negativne karakteristike. Zatim se razmatraju ostvareni rezultati i iskustva u odabranim razvijenim i zemljama u tranziciji. Cilj ovog rada je, da na osnovu Novog okvira monetarne politike i usvojenog režima bazne inflacije, analizira uspešnost realizacije projektovane stope bazne inflacije. NBS je u 2007. god. uspešno realizovala postavljeni cilj uprkos visokim inflatornim pritiscima,

krajem četvrtog kvartala, koji su preneti u 2008. god., prouzrokovši, pri tom, usled rekordnog rasta cene nafte u prvoj polovini godine, rasta cena hrane i ekspanzivne fiskalne politike, zatim, nestabilnosti na deviznom tržištu, povećanje premije rizika uz znatno smanjenje priliva stranog kapitala, koji su još više podstrekivali visoka inflaciona očekivanja, da projektovani koridor ciljane inflacije ne bude ostvaren.

Ključne reči: TARGETIRANJE INFLACIJE, MONETARNA POLITIKA, BAZNA INFLACIJA, RAST CENA, TRANSPARENTNOST

Summary

This paper implies theoretical bases and principles of inflation targeting, as well as institutional circumstances of its implementation, positive and negative characteristics, accomplished results and experiences in assorted developed and transition countries. The aim of this paper is to analyze the efficacy of realization of projected rate of base inflated on the bases of New framework of monetary policy and adopted regime of targeted inflation. In 2007. NBS has successfully realized set goals despite high inflation pressures, at the end of the forth quarter, which have been transferred in 2008. causing due to breaking the record of price growth of oil in the first quarter, price growth of food and expansive fiscal policy, as well and instability in Foreign-exchange Market, growth of risk premium along with reduction of foreign capital flow, which have been even more stimulated by high inflation pressure for not achieving projected corridor of targeted inflation.

Key words: INFLATION TARGETING, MONETARY POLICY, BASE INFLATION, PRICE GROWTH, TRANSPARENCY

UVOD

U ekonomskoj teoriji i praksi, u poslednje dve decenije, prihvaćen je opšti stav, kada je u pitanju makromonetarna politika, prema kome centralna banka, u kreiranju monetarne poli-

tike, treba da se usredsredi samo na cenovnu stabilnost, bez obzira na moguće troškove zanemarivanja ostalih ciljeva.

Bio je to Novi konsensus u makroekonomiji (NKM) u čijem središtu je targetiranje inflacije. To targetiranje,

nalazi svoj izraz u Tejlorovom pravilu, po kome je nominalna kamata zbir realne kamate uvećane za inflaciju i umanjene za realni rast. Problem je, međutim, što se u uslovima niskog rasta i isključivog primata targeta inflacije kamate održavaju na visokom nivou koji ugrožava investicije i rast. (Stone, M. 2003)

Inflatorno targetiranje, je u stvari vrsta monetarne strategije zasnovane na odsustvu srednjoročnih ciljeva monetarne politike, pri čemu centralna banka, kao krajnji cilj, ima nisku i stabilnu stopu inflacije. Da bi ostvarila ovaj cilj, ona, koristi instrumente monetarne politike. Ključni instrument koji CB koristi je referentna kamatna stopa. Pored ovog ključnog instrumenta, CB, koristi i ostale mere i instrumente monetarne politike, kao pomoćne instrumente, s ciljem suzbijanja inflatornih trendova i nepredvidivih okolnosti koje utiču, ili mogu uticati na inflaciju.

Centralna banka, prvenstveno mora biti apsolutno nezavisna u vođenju i izboru instrumenata monetarne politike Implementacija strategije ciljane inflacije bazira se na projektovanje očekivane inflacije, primenom indeksa koji su široj javnosti poznati, i koji sadrže pokazatelje koji se odnose na relativne cene glavnih proizvoda, s ciljem obezbeđenja odgovornosti. Najčešći indeks cena koji se koristi je CPI indeks. Zatim, optimalan izbor inflatornih koridora,

odnosno interval ciljane inflacije. Ako je koridor previše uzak, pretpostavlja se da bi primena monetarnih instrumenata bila veoma podložna promenama i vrlo nestabilna. S druge strane, previše širok koridor može smanjiti kredibilitet centralne banke. Centralna banka obezbeđuje transparentnost primenom aktivne i otvorene komunikacione strategije, koja mora na jasan način da informiše javnost o svim relevantnim elementima vezanim za primenu režima targetiranja inflacije.

O pozitivnim i negativnim performansama, ove popularne strategije, u ekonomskoj teoriji se vode oštre debate, ali sve veća primena ove strategije, u mnogim zemljama, ukazuje na njenu prednost u odnosu na druge strategije.

Kako razvijene, tako i zemlje u razvoju i tranziciji primenjuju strategiju targetiranja inflacije. Prva pozitivna iskustva nalazimo kod Novog Zelanda čija je primena otpočela 1989 god., zatim i kod drugih zemalja, kao, Kanada (1991) Velika Britanija (1992), Švedska i Finska (1993) god., onda, kod tržišno nastajućih ekonomija Brazil, Izrael, Koreja, Meksiko, Južna Afrika i druge, ali i u nekim zemljama u tranziciji, kao Poljska, Češka, Mađarska, Slovačka, Hrvatska, Rumunija, Srbija itd.

Narodna banka Srbije je septembra 2006. godine usvojila novi monetarni okvir koji je veoma sličan

režimu ciljanja inflacije. Međutim, usvojeni okvir treba shvatiti kao prvi, a ne poslednji korak na putu ka režimu ciljanja inflacije. Kamatna stopa na dvonedeljne repo operacije je osnovni instrument politike, a odluke se donose na osnovu projekcije makroekonomskih kretanja. Izveštaj o inflaciji je osnovni instrument u komunikaciji sa javnošću, a sistem intervencija na deviznom tržištu je unapređen - od fiksnog formiranja kursa, prešlo se na fleksibilan, plivajući. Iako se novi monetarni okvir zasniva na jakoj institucionalnoj nezavisnosti i ima sve ključne osobine režima ciljanja inflacije, postoje i značajne razlike.

Ideja ovog rada je upravo da se na osnovu teorijskih i praktičnih saznanja, ukaže na značaj primene strategije targetiranja inflacije, posebno na iskustvu i empirijskim rezultatima Srbije, koja ovu strategiju sprovodi od septembra meseca 2006. god. Ovaj rad sadrži četiri odeljaka. U prvom se ukazuje na teorijski aspekt targetiranja inflacije i ostvareni rezultati primene ove strategije u odabranim zemljama. U drugom odeljku navode se ključni razlozi i faktori za implementaciju ove strategije u Srbiji. U trećem odeljku se razmatra Novi monetarni okvir, NBS za implementaciju ciljane inflacije, i u četvrtom ostvareni rezultati ciljane inflacije u Srbiji od 2006. do 2008. godine.

1. TEORISKO I PRAKTIČNO UTEMELJENJE STRATEGIJE TARGETIRANJA INFLACIJE

2.1. Teorija ciljane inflacije i principi njenog provođenja

Inflatorno targetiranje predstavlja strategiju zasnovanu na odsustvu srednjoročnih ciljeva monetarne politike. Centralna banka kao krajnji cilj ima nisku i stabilnu stopu inflacije. Ovaj cilj bi trebalo da se postigne direktno korišćenjem monetarnih instrumenata, najčešće kamatnom stopom. Mada nema jasnog konsenzusa u literaturi, targetiranje inflacije je često definisana kao okvir delovanja monetarne politike, okarakterisan javnim objavljivanjem zvaničnih numeričkih targeta (ili rasponi targeta) kao što su stopa inflacije, vremenski horizonti predviđanja, eksplicitna saznanja da niska stabilizovana inflacija je glavni dugoročni cilj svake monetarne politike. (Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., i Posen, A)

Sudeći po gorepomenutoj definiciji targetiranje inflacije obuhvata pet faza: (Miškin 2003)

1. Javnu objavu srednjoročnih numeričkih targeta za inflaciju,
2. Institucionalnu posvećenost stabilnosti cena kao primarni cilj monetarne politike, kojima su podređeni ostali ciljevi,
3. Strategija objedinjenja svih informacija u kome ne samo monetarni agregati već i varijabile ili sto-

- pe razmene su korišćene pri određivanju instrumenata politike,
4. Povećana transparentnost strategije monetarne politike kroz komunikaciju sa javnošću i tržištem o planovima ciljevima i odlukama monetarnih vlasti,
 5. Povećana odgovornost centralne banke u postizanju inflatornih očekivanja.

Obično monetarna politika ciljane inflacije se implementira iz sledećih razloga: (Jonas i Mishkin 2003)

1. Da bi se osigurala kredibilna monetarna politika. Vrlo često nakon dugog razdoblja visoke inflacije i/ili gubitka nekog drugog kredibilnog cilja monetarne politike (recimo kursa ili monetarnih agregata),
2. Da bi se centralnoj banci omogućio nezavisan instrument monetarne politike, uz zadržavanje pune odgovornosti za svoje poteze,
3. Da bi se smanjili društveni i ekonomski troškovi smanjenja inflacije, smanjujući inflatorna očekivanja u realnom i finansijskom sektoru,
4. Radi stabilizacije razine outputa na način da jaz između potencijalnog outputa „prirodne razine zaposlenosti i outputa“ i stvarnog outputa bude što manji.

Implementacija režima inflacionog targetiranja podrazumeva definisanje

procene očekivane inflacije. Realna procena očekivane inflacije najobjektivnije se postiže izborom indeksa, i to onih koji su najpoznatiji široj javnosti, odnosno onih indeksa koji izražavaju odnose relativnih cena ključnih proizvoda s ciljem obezbeđenja odgovornosti. Pri tom, veoma je važno eliminisati indekse koje ne utiču bitno na inflaciju. Primena režima inflacionog targetiranja u mnogim zemljama se zasniva na Indeksu potrošačkih cena (Consumer price index), pri tom, koristeći u početku koncept bazne inflacije s ciljem izbegavanja negativnih efekata ili mogućih šokova usled povećanja cena hrane, energenata, indirektnih poreza i slično. Glavni argument u prihvatanju Indeksa potrošačkih cena je u njegovoj višedece-nijskoj primeni i lakoj prepoznatljivosti i dostupnosti javnom mnenju. Pored toga, važno je istaći, da ovaj indeks sadrži i neke elemente koji nisu karakteristični za monetarnu politku, mada, u suštini, povremeno utiču na kretanje i dinamiku inflacije, što u krajnjoj istanci uplivišu u kreiranju monetarne politike i definisanje procene očekivane inflacije. Zbog toga, u koncipiranju režima inflacionog targetiranja, koristi se tzv. modifikovani CPI kao targetirani indeks.

Dalja implementacija strategije targetiranja inflacije odnosi se na utvrđivanje varijabile targetiranja. Među monetarnim stručnjacima ne postoji jedinstven stav i unificirano

mišljenje kada je u pitanju izbor varijabile targetiranja. Mnogobrojne oštre debate s argumentima i kontraargumentima koje su se vodile, uglavnom su se odnosile na to, da li je sa stanovišta postizanja većeg efekta bolji izbor targetirati inflacionu stopu ili nivoa cena. Izbor između targetiranja nivoa cena i inflacije uključuje kompromis između niže frekvencije varijabilnosti nivoa cena i manje visoko-frekventne inflacije i varijabilnosti zaposlenosti. Znači, targetiranje inflacije uključuje veću nesigurnost u dugoročnoj antipitaciji (proгноzi) cena od targetiranja nivoa cena što neposredno utiče na visoki stepen varijacija cena. Dugoročno targetiranje nivoa cena doprinosi nižem nivou oscilacija u ceni. U suštini, targetiranje nivoa cena može dovesti do kratkoročne oscilacije stope inflacije i outputa. U slučaju targetirane inflacije ovih oscilacija nema. Pored ovog, targetiranje nivoa cena ima još jedan nedostatak, a koji se odnosi na to, da viša stopa inflacije u posmatranom periodu mora biti suzbijena merama monetarne politike u nastupajućem periodu kako bi se cene održale na očekivanom nivou. Takođe, u ovom režimu nije moguće koristiti ni devizni kurs kao nominalno sidro, bez obzira, što se to, ne odnosi na intervencije monetarnih vlasti na deviznom tržištu u slučaju suzbijanja posledica nastalih usled, izazvanih, povremenih šokova na tržištu. U slučaju, da je nominalana kamatna

stopa na nivou donje nultne granice, Parkin ukazuje, da bi targetirana stabilnost cena često bila u koliziji sa nultom donjom granicom, što bi ograničilo kreatore monetarne politike u sprovođenju efikasnijih mera i onemogućilo brži izlazak iz recesionog perioda. Osim toga, on ukazuje da inflacija, pozitivno utiče i pospešuje tržište radne snage čineći ga efikasnijim. Uprkos mnogim kontraargumentima raste broj zemalja koje se odlučuju za implementaciju mera targetiranje inflacije, među kojima je i Srbija.

Nivo targetiranja inflacije je najvažnije pitanje koje je predmet razmatranja od strane monetarnih vlasti. U tretiranju ove problematike u ekonomskoj teoriji i praksi iskristalisala su se dva različita pristupa.

Prvi pristup, (Poole, W.1999) ukazuje na tri razloga primene strategije targetiranja inflacije, i to:

1. inflatorna neizvesnost preduzećima i samostalnim preduzetnicima stvara teškoće da razluče promene u relativnim cenama robe i usluga u odnosu na kretanje agregatnog nivoa cena,
2. teže je politički održati stalne ali i pozitivne stope inflacije nego očuvati mirovanje inflacije na nulu,
3. narušavanja koja su prouzrokovana interakcijom inflacije sa poreskim zakonima, jer indeksacija inflacije je nepotpuna, na-

ročito kada su u pitanju prihodi od investicija, zbog uvođenja poreza na nominalnu kamatu i prihode od kapitalnog dobitka.

Kontraargumenti navedenim razlozima za implementaciju strategije targetiranja inflacije, odnosile su se na to, da CPI indeks, uglavnom preceňuje realnu stopu inflacije za 1,5%, što implicira zaključak, da targetiranje inflacije po nultnoj stopi može dovesti do deflacije, u zavisnosti od stanja ekonomije posmatrane zemlje.

Miškin je, takođe, doprineo ovom problemu oko deflacije, osvrnuvši se na visoke troškove prilikom suzbijanja deflacije, koje treba izbeći. U skladu s ponuđenim argumentima većina centralnih banaka targetiraju vrednost inflacije iznad nulte stope.

Suzbijanje deflacije je vidljivo u strategiji ECB targetiranja inflacije oko nivoa od dva procenata. Dok deflacija ukazuje na slične troškove za ekonomiju kao i za inflaciju, izbegavanje deflacije je takođe bitno, jer kada se jednom pojavi, može postati konstantan problem, kao rezultat činjenice, da nominalne kamatne stope ne mogu pasti ispod nule.

U deflatornom okruženju monetarna politika ne može da bude u mogućnosti da dovoljno stimuliše agregatnu tražnju koristeći instrument, kamatnu stopu.

Svaki pokušaj dovođenja nominalne kamatne stope ispod nule će propasti, jer će ljudi preferirati da zadrže

novac, nego da ga daju na štednju i depozite po negativnoj stopi. Ipak, razne akcione mere monetarne politike su moguće čak i kada nominalna kamatna stopa iznosi nula, mada, efikasnost ovih alternativnih politika nije sigurna.

Drugi problem kreatora monetarnih politika odnosi se na definisanje predmeta targetiranja – tačan broj ili raspon brojeva.

Zagovornici fiksiranih brojki, kao argument navode, da targetiranje raspona u kojima bi se očekivalo kretanje inflacije, posebno kada se radi o širem rasponu, može da dovede do nesigurnosti u inflatornim očekivanjima, što bi neminovno ugrozilo kredibilitet centralne banke. Na drugoj strani, targetiranje inflacije u definisanim rasponima, omogućava fleksibilnost centralne banke u kreiranju monetarne politike. Zbog toga, centralne banke u definisanju koridora kretanja očekivane inflacije u većini zemalja targetiraju, pre raspon cifara od fiksnih.¹

Inflaciono targetiranje se može primeniti kroz jedan ili više vremenskih horizonata. Postoje razna rešenja ovog problema u praksi, zato što se target inflacije ne može postaviti jed-

¹ Problemi CB Novog Zelanda na koje je naišla u ranim devedesetim godinama je dovela pod pitanje stepen kontrolisanosti i kredibiliteta koje se odnosi na ograničeni raspon granica targetiranja inflacije.

nom zauvek. Jer, inflacija je uvek pod uticajem nepredvidivih okolnosti, šokova i vremenskih zaostajanja. Ako kamatne stope utiču na stopu inflacije, tada je, bezmisleno postaviti cilj za sledećih godinu dana. Razlog sprečavanja kratkoročnog² targetiranja leži u činjenici da fenomen inflacije nije pod uticajem monetarne politike u periodu kraćem od godinu dana. Targetirani horizont u dužem periodu, podržava stav nekih teoretičara, da u praksi targetiranje informacije treba da bude dizajnirano, tako, da se cilj postiže u srednjoročnom periodu. Drugim rečima, centralna banka koja teži ka optimalnom delovanju ne treba odmah da pokušava da neutrališe inflatorne šokove, već da postepeno reaguje na njih. Optimum³ vremenskog horizonta se može posmatrati, kao vremenski period koji je potreban ekonomskoj politici da da neke praktične rezultate. Teoretska pozadina ove teorije može se naći još

² Samo mali broj centralnih banaka koje su prihvatile ovaj koncept postavile su ostvarenje targetiranih vrednosti inflacije u kratkoročnom periodu, jer bi u suprotnom ekonomija bile izbačena iz balansa.

³ Na primer, na početku su Kanada i Novi Zeland koristile period od 18 meseci, Australija je taj period definisala kao period poslovnog ciklusa, dok u Velikoj Britaniji, vlada ima pravo - može promeniti target svake godine ili ga prilagoditi fazama ciklusa.

u Fridmanovim „ključnim pretpostavkama monetarizma“.

Iskustvo dugogodišnjih korisnika ove strategije, naglašavaju određene predušlove koje treba ispuniti u cilju uspešne implementacije strategije inflatornog targetiranja. Ti predušlovi su:

1. apsolutna nezavisnost CB u izboru instrumenata sprovođenja monetarne politike, čija se nezavisnost ogleda u neobaveznosti, odnosno nužnost finansiranja deficita budžeta vlade. CB, treba da ima punu autonomiju i samostalnost u izboru instrumenata monetarne politike, i to, u formi i obliku koji omogućavaju uspešnu realizaciju postavljenih ciljeva,
2. postojanje efikasnih instrumenata monetarne politike. U procesu targetiranja inflacije centralna banka mora imati instrumente koji su korisni za stabilizaciju inflatornih kretanja. Sadašnja praksa podupire indirektnu monetarnu mere, pre svega, kratkoročnu kamatnu stopu koja je najbolje rešenje u inflatornom targetiranju,
3. ne manje važan predušlov za targetiranje, je usko povezan sa kredibilnošću i transparentnošću funkcionisanja centralne banke. Oboje, kredibilnost i transparentnost su dominantno utvrđeni kva-

litetom komunikacije centralne banke sa javnošću. Veoma je bitno, za CB, da informiše javnost o svakom slučaju i okolnostima koji su povezani sa monetarnom politikom da bi ciljevi i instrumenti bili jasni i kontrolisani. Transparentna monetarna politika otežava centralnoj banci odstupanje od postavljenih ciljeva, s obzirom na to, da bi takvo skretanje imalo ozbiljne posledice i dugoročni efekat na njenu kredibilnost.

Stone veruje da su 4 uslova neophodna za primenu targetiranja. Prvi se odnosi da smanjenje inflacije – kao glavnog cilja centralne banke. Drugi se odnosi na izbegavanje situacija gde je smanjenje inflacije podređeno drugim postavljenim ciljevima, dok se treći tiče dobro razvijenog i finansijskog sistema. Poslednji uslov sa sobom povlači korišćenja instrumenata monetarne politike koji su usmereni na smanjenje ili održavanje stope inflacije. (Stone, M. 2003)

Ova strategija ima i dobre i loše efekte na ekonomiju. U skladu sa ekonomskom praksom pobornici targetiranja izdvajaju njene pozitivne karakteristike:

1. inflatorno targetiranje, za razliku od nekih eksplicitnih monetarnih sidra, je takva vrsta strategije, po kojoj su aktivnosti centralne ban-

ke orijentisane na domaću ekonomiju i eventualni potencijalni udari sa strane bili bi neutralisani,

2. raspoloživi broj varijabla, koje utiču na monetarnu politiku je neograničen, sve dostupne informacije u trenutku kreiranja treba da budu razmotrene,
3. inflatorno targetiranje je pozitivno prihvaćeno od javnosti, što znači da transparentnost i komunikacija su generalno na nivou zadovoljenja javnosti,
4. kvantitativno utvrđene varijabile (stopa inflacije), visok nivo transparentnosti i redovna komunikacija podiže nivo odgovornosti centralne banke, delujući oprezno, preventivno protiv mogućih problema i vremenske konzistentnosti.
4. vrlo pozitivna praktična iskustva, su zapažena u zemljama, koje primenjuju strategiju inflatornog targetiranja, koja su se odrazila na sniženje stope inflacije, kao, i smanjenje inflatornih očekivanja. Dodatni pozitivni efekti, baziraju se na činjenici, da nakon inicijalnog smanjenja, stopa inflacije ostaje na niskom nivou.

S druge strane, takođe, postoje i negativne strane targetiranja inflacije. Protivnici koji osporavaju Novi konsenzus u makroekonomiji, ukazuju na ograničene domete monetarne ekonomije, koje se ogledaju u sledećem:

1. pojava sve šire novčane mase koju je teško kontrolisati,
2. neznatan uticaj promene kamate na efekte inflacije (1% promene kamate izaziva efekat od 0,2 do 0,3 odsto na output, a još manje na cene),
3. stopa nezaposlenosti ne zavisi direktno od funkcionisanja tržišta rada niti od visine nadnica, već od nedovoljne tražnje,
4. restriktivna monetarna politika utiče nepovoljno na efekat investicija i obim kapitala.

Protivnici strategije smatraju da su te karakteristike veoma izražene da bi bile marginalizovane, ako ne i razlog da se strategija napusti. Brojni ekonomisti podržavaju stav, da targetiranje uvodi značajnu rigidnost u kreiranju monetarne politike, ali i ograničava mogućnosti za reagovanje u uslovima neplaniranih šokova.

Uticaj monetarne politike na targetirane varijabile u uslovima targetiranja inflacije može se posmatrati sa izvesnim vremenskim kašnjenjem. Uzimajući u obzir, ovakve odložene performanse, nije moguće tačno proceniti efekat centralne banke. Ključni argument, protiv inflatornog targetiranja, su jake fluktuacije u slučaju dohotka, koji su, po mnogim mišljenjima prozokovani upravo targetiranjem. Naime, kada je stopa inflacije iznad targetiranog nivoa, centralna banka primenjuje mere restriktivne monetarne politike i obrnuto. Promena monetar-

ne politike dovodi do fluktuacija u nivou dohotka.

Osim što dolazi do odloženih efekata akcije centralne banke i nepredviđenih rezultata, targetiranje inflacije, na kraju dovodi do niskog nivoa odgovornosti centralne banke, što se može odraziti i kao opasnost u zemljama u razvoju i tranziciji. Takođe, inflatorno targetiranje ne može sprečiti dominantnost fiskalnog sistema (politike). Dalje, fleksibilnost deviznog kursa, neophodnog za primenu targetiranja inflacije, pod određenim uslovima može izazvati finansijsku nestabilnost.

Na kraju F. Arestis i M. Savier, zaključuju da postoje mnogi kanali uticaja monetarne politike, da su efekti odloženi i neizvesni i zanemarljivi u smislu uticaja kamate na obaranje inflacije. (Arestis, P. Sawyer. M)

2.2. Praktična iskustva zemalja koje koriste ciljanu inflaciju

Prva pozitivna iskustva primene strategije targetirane inflacije nalazimo kod Novog Zelanda čija primena je otpočela 1989. god. a primer su sledile nakon toga i druge zemlje – Kanada (1991) Velika Britanija (1992), Švedska i Finska (1993) god. Različite varijante targetiranja inflacije primenile su i tržišne ekonomije u nastajanju, kao Brazil, Izrael, Koreja, Meksiko, Južna Afrika i druge. Ova monetarna politika je takođe usvojena

FINANSIJE

Tabela 1: Efekat obaranja inflacije u razvijenim i zemljama u tranziciji

Naziv države	Godina primene	Prvi cilj	Inflacija		
			Pre uvođenja	Posle 1 god	Posle 2 god
N Zeland	1990	3-5%	7%	4,5%	0,8%
Kanada	1991	1-3%	6,9%	1,7%	2,3%
V. Britan	1992	1-4%	3,6%	1,4%	2,4%
Švedska	1993	1-3%	1,8%	1,7%	2,5%
Češka	1997	5,5-6,5%	10%	3,5%	3,4%
Poljska	1998	<=9,5%	10,4%	8,8%	9,9%
Mađarska	2001	7% (±1%)	10,8%	4,9%	4,3%
Srbija	2006	7-9%	17,4%	5,4%	10,1%

Izvor: European Central Bank, <http://www.ecb.int/>.

i u nekim zemljama u tranziciji, kao Poljska, Češka, Mađarska, Slovačka, Hrvatska, Rumunija, Srbija itd.

Centralna banka Novog Zelanda je usvajanjem Zakona o CB od najzavisnije banke u razvijenim zemljama postala najnezavisnija s jedinim ciljem - stabilnost cena. Guverner i ministar finansija su zaduženi da pregovorima utvrde i prezentiraju javnosti sporazum o ciljevima monetarne politike, te da brojčano preciziraju targetirane raspone, odnosno okvire za kretanje inflacije i vremenski period u kome će se ciljevi monetarne politike ostvariti.

Inflacija u Kanadi je, nakon što je usvojeno inflaciono targetiranje, dramatično pala sa nivoa iznad 5% u 1991. god. na 0% u 1995. god. i kretala na nivo između 1-2% krajem 90-ih

godina. Pad inflacije se odrazio na povećanje nezaposlenosti za 10% u periodu 1991-1994. god., posle čega je nezaposlenost značajno opala.

Velika Britanija je posle specifične procedure, usvojila režim targetiranja inflacije. Pre usvajanja inflacionog targetiranja inflacija je već pala sa 9% početkom 1991. god. na 4%. Nakon malog rasta početkom 1993. god., krajem trećeg tromesečja 2004. god. pala je na 2,2%, i kretala se u okviru projektovanog koridora. Do 2006. god., inflacija je postepeno rasla iznad nivoa od 2,5%, da bi se potom stabilizovala i kretala u projektovanom intervalu. Od perioda uvođenja strategije targetiranja inflacije, V. Britanija, beleži snažan rast ekonomije što je imalo za posledicu smanjenje stope nezaposlenosti.

Evropska centralna banka (ECB) je usvojila hibridnu strategiju monetarne politike, kombinacijom strategije monetarnog targetiranja koju je prethodno koristila Bundesbanka i neke elemente inflacionog targetiranja, uključujući pri tom, ulogu monetarnog agregata M3 sa „referentnom vrednošću“ za stopu rasta, i stabilnosti cena koja treba da se kreće u intervalu 0-2%. Cilj je, da održi stabilnost cena i inflaciju ispod 2% (što nije uspelo u poslednjih šest godina), poveća rast i otvaranje novih radnih mesta.

Srbija se početkom septembra 2006. god. priključila grupi tranzicionih zemalja kao što su Češka, Poljska, Mađarska, Slovačka i Rumunija koje su sa politike fluktuirajućeg kursa prešle na ciljnu inflaciju kao glavni cilj monetarne politike u nameri da inflaciju suzbiju na srednji rok

Iz prethodne tabele se vidi da su Češka i Mađarska⁴, mnogo brže dovele inflaciju pod kontrolu u odnosu na Poljsku. Takođe, uočljiva je značajna razlika između ekonomski razvijenih i država u tranziciji. Pri tom, ekonomije

⁴ Empirijska istraživanja (Golinelli i Rovelli, 2002) na primeru tranzicijskih zemalja (Mađarska, Češka i Poljska), su pokazala da jednostavan makroekonomski model otvorene ekonomije, sa uključenim varijabilama očekivanja cena i kursa, može na zadovoljavajući način opisati odnos između jaza u outputu, inflacije, realne kamatne stope i kursa za vreme tranzicije.

razvijenih država koje imaju uređene i iskusnije institucije su daleko uspešnije u sprovođenju i održavanju monetarne politike ciljane inflacije od ekonomija država koje su skoro nastale. Iz toga se može zaključiti da je vreme ključni faktor u izgradnji kredibilitetnih i respektivnih institucija. Zbog toga, u tranzicionim državama⁵ mere centralne banke moraju biti konzistentne, iz razloga, što individualni ekonomski subjekti nemaju previše poverenja u CB, na osnovu iskustva iz ne tako daleke prošlosti. Zato, centralna banka mora snositi trošak stvaranja poverenja istovremeno kad treba i smanjiti mogući inflacioni pritisak koji proizlazi iz niskog kredibiliteta. (Jonas i Mishkin, 2003)

Upoređivanjem kretanja inflacije s drugim državama u tranziciji koje su imale drugačije kursne režime ukazuje da nema nekog bitnijeg odstupanja u smislu ostvarenih rezultata mereno volatilnošću inflacije i outputa. (Tabela 2)

⁵ Najvažnija primedba upućena ciljanju inflacije u zemljama u tranziciji je ograničena mogućnost tačnog predviđanja inflacije. Delom to je rezultat činjenice postojanja mnogobrojnih šokova kojima su zemlje u tranziciji podložne, kao deregulacija cena, procesa konvergencije, ali i visoke liberalizacije ekonomije. Zbog toga, je inflacija relativno nestabilna u odnosu na dugoročni inflacijski trend, čime je centralnoj banci znatno umanjena sposobnost u predviđanju kretanja inflacije, kao i brzina kojom može izvršiti dezinflaciju.

Tabela 2: Volatilnost inflacije i output u period 1998-2002.

	Volatilnost inflacije	Volatilnost outputa
Češka	3,49	2,00
Poljska	3,60	1,82
Mađarska	3,08	0,72
Estonija	3,08	3,07
Letonija	1,34	2,52
Litvanija	2,18	3,50
Bugarska	49,7	3,97
Slovačka	3,88	1,39
Slovenija	1,34	0,82
Rumunija	18,37	4,83

Izvor: Jonas i Mishkin (2003)

Ostvareni rezultati u suzbijanju inflacije, u celini ne ukazuju na superiornost ekonomskih performansi zemalja koje su od 1998. god. sprovodile strategiju targetiranja inflacije (Poljska, Češka, Mađarska) u odnosu na druge zemlje u tranziciji. Do istoga zaključka dolaze i Calvo i Mishkin (2003), a rezultate pripisuju činjenici da je u tom razdoblju izbor režima monetarne politike bio manje značajan od kvaliteta institucija tranzicijskih zemalja.

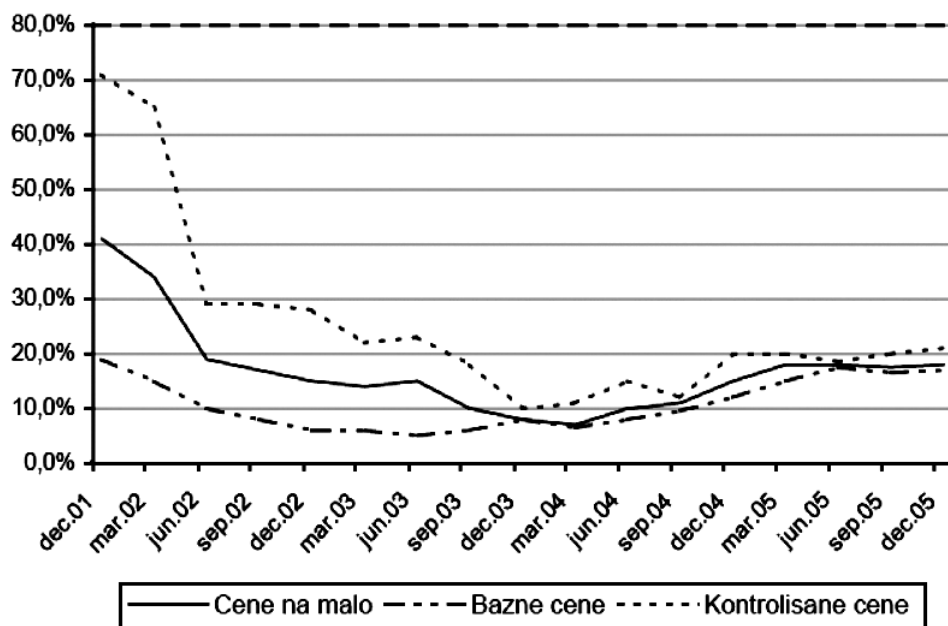
Tranzicione zemlje koje su ušle u EU dokazale su da politika ciljne inflacije daje rezultate. Posebno, ako se uspešnost te politike meri isključivo po tome, koliko je centralna banka

svojim merama realnu inflaciju dovela do nivoa projektovanih ciljeva. Svi ostali pokazatelji, kao što su proizvodni jaz, porast novca ili kursa, za centralnu banku su manje bitni.

2. RAZLOZI ZA PRIMENU NOVE STRATEGIJE

Jedna od ključnih makroekonomskih neravnoteža nasleđena od prethodnog, pretežnog društvenog ekonomskog sistema, nakon političkih promena, krajem 2000. god. jeste prekomerna kontrola cena i potisnuta inflacija, koja je iznosila 111.9%. Početak makroekonomske stabilizacije u Srbiji, karakteriše se prekidom

Grafikon 1. Inflacija u Srbiji 2001-2005.



Izvor: Petrović, P. Vasiljević, D. (2007) Inflacija u Srbiji: Da li će šok na strani ponude biti akomodiran rastom tražnje, Kvartalni monitor, Beograd

kontrole cena i korišćenjem fiksnog deviznog kursa kao nominanlog sidra za suzbijanje i obaranje inflacije. Analize NBS za period posle 2001. god., ukazuju, da efekat transmisije deviznog kursa nije ništa manji, nego u drugim zemljama u tranziciji, mnogo je izraženiji i snažniji nego u razvijenim zemljama. Pri tom, efekat kre-

tanja fiksnog deviznog kursa na inflaciju bio je sve veći i brži, što je uz osetnu deregulaciju cena, imalo za posledicu porast inflacije za 27%, u oktobru i 19% u novembru 2000. god. I u narednoj godini, inflacija, je ostala na relativno visokom nivou, usled sveobuhvatne korekcije cena i opsežne poreske reforme. Sa godišnjeg

nivoa od 39% u 2001. god. inflacija je pala na 14% u 2002.⁶ god., praćena visokom aprecijacijom realnog efektivnog kursa dinara u odnosu na korpu valuta i 2003. god. je konačno stavljena pod kontrolu, i zabeležila istorijski iznos od 9%. Uzlazni i ubrzani trend inflacije, posebno, u drugom kvartalu 2004. god, pratio je i trend kontrolisanih cena i cene koje se slobodno formiraju, odnosno bazna inflacija, uz blagu realnu depresijaciju. (Slika 1)

Cene koje se slobodno formiraju, tj bazna inflacija, porasle su 2,5 puta od maja 2004. god do decembra 2005. god. Ukupna inflacija se takođe ubzava od najnižeg nivoa u januaru 2004. god od 7,2% na 17,7 % u decembru 2005. god. U tom periodu Srbija je imala najveću inflaciju u Evropi. (Slika 2)

Zbog rasta inflacije i snažnog priliva kapitala, 2005. godine je napušten koncept kontinuirane depresijacije. Sve veći priliv kapitala, uticao je na povećanje likvidnosti na tržištu, što se odrazilo na brzi kreditni rast, praćen potencijalnom mogućnošću izlaganja finansijskog sistema riziku. U tom

⁶ Država je regulisanjem 45% maloprodajnih cena i imala značajnu kontrolu nad inflacijom. Tokom 2001-2002. godine regulisane cene su brže rasle, što se pravda politikom eliminisanja cenovne neusklađenosti, ali i interventna uloga države u postizanju stabilnost cena.

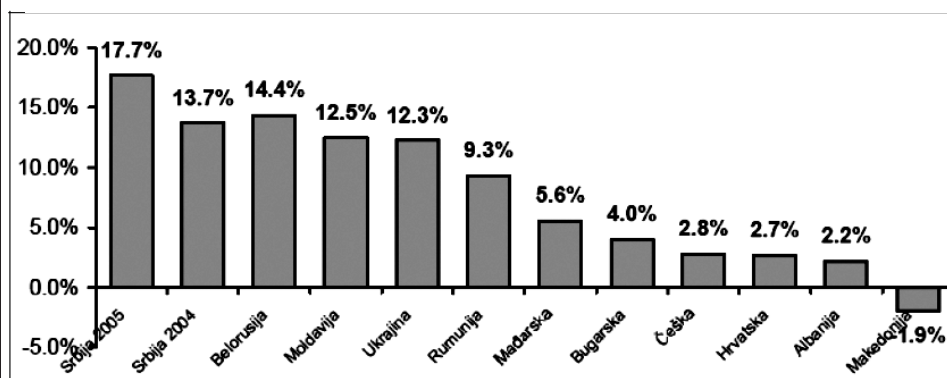
razdoblju, bruto priliv kapitala iznosio je preko 20% BDP-a, što je po međunarodnim standardima veoma visoka cifra, dok je kreditni rast zabeležio alarmantnih 57%. Visok rast kredita uticao je na pogoršanje deficita tekućeg bilansa, koji je u 2004. god. dostigao alarmantnih 12% DBP, dok je inflacija krajem 2005. god. iznosila 17%. Konačno, krajem 2005 godine, politika vođene depresijacije je napuštena. Dalji, veliki priliv kapitala, uz veću fluktuaciju deviznog kursa, doveo je do apresijacije deviznog kursa, što je neposredno doprinelo padu inflacije ispod 10% krajem 2006. godine.

U tom periodu, fiskalna stabilnost i fiskalna politika bili su bitni faktori u održavanju fiksnog deviznog kursa i oživljavanje privrede. Fiskalni suficit je onemogućio ubrzavanje inflacije i pogoršanje tekućeg platnog deficita tokom 2004. i 2005. godine.

3. IMPLEMENTACIJA NOVOG OKVIRA MONETARNE POLITIKE

Ispoljena makroekonomska neravnoteža, u posmatranom periodu, posebno se odrazila na nekonzistentnost između istovremenog targetiranja realnog deviznog kursa, niske inflacije i nivoa deviznih rezervi, kao i na postizanju ravnoteže između ciljnog spoljnog bilansa i ciljne inflacije. Zbog toga je, NBS, politikom postepene de-

Grafikon 2. Pregled kretanja inflacije u nekim zemljama u Evropi



Izvor: Petrović, P. Vasiljević, D. (2007) Inflacija u Srbiji: Da li će šok na strani ponude biti akomodiran rastom tražnje, Kvartalni monitor, Beograd

presijacije uzaludno pokušavala da spreči apreprijaciju realnog deviznog kursa. U krajnjoj instanci, takva politika nije dala rezultate, tekući bilans nije se značajno poboljšao, a inflacija je dostigla ponovo dvocifren broj.

Imajući u vidu, sve veću opasnost potencijalnom izlaganju finansijskog sistema riziku, Monetarni odbor NBS je avgusta 2006. god., usvojio novi okvir monetarne politike s ciljem ostvarenja niske i stabilne stope inflacije na srednji rok. Prema novom okviru, odgovornost za inflaciju je podeljena između Vlade Republike Srbije i NBS. NBS instrumentima monetarne politike može kontrolisati inflaciju samo na konkurentnim tržištima, dok je Vlada Republike Srbije, odgovorna za deo inflacije koji nastaje usled korekcije regulisanih cena.

Kratkoročne ciljeve vezane za visinu stope inflacije NBS objavljuje u obliku „bazne inflacije“⁷, odnosno promena cena na malo, koje predstavljaju rezultat korekcije regulisanih cena. Nakon, koordinacije sa Vladom RS, koja je odgovorna za regulisane cene, NBS objavljuje cilj u pogledu ukupne stope inflacije.

Svoj osnovni cilj monetarne politike, tj. održavanje stabilnosti cena,

⁷ Bazna inflacija se definiše kao inflacija cena na malo koja podleže uticaju instrumenata NBS i odnosi se na promene indeksa cena na malo koje nisu prouzrokovane korekcijama regulisanih cena i tarifa ili promenama cena poljoprivrednih proizvoda, kao što je navedeno u Dodatku Memoranduma NBS o principima novog okvira monetarne politike, usvojenog 30. avgusta 2006.

NBS ostvaruje u okvirima definisanog inflacionog koridora, uz korišćenje referentne kamatne stope kao osnovnog instrumenta, ali i ostalih mera monetarne politike (stope obaveznih rezervi i drugih prudencijalnih mera) koje imaju pomoćnu ulogu u ostvarivanju ciljnog koridora.

Na ciljanoj stopi inflacije NBS utiče korekcijama referentne kamatne stope na dvonedeljne repo operacije. Korekcija glavne referentne kamatne stope, određuje se na osnovu analiza i prognoza makroekonomskih i inflatornih kretanja. Referentna kamatna stopa se koriguje ukoliko projekcija odstupi od objavljenih ciljeva, na primer, koriguje se naviše ukoliko su ciljevi inflacije znatno i trajno ugroženi, i obrnuto. Odluke o korekciji glavne referentne kamatne stope donosi Monetarni odbor NBS, na bazi analize i prognoze makroekonomskih i inflatornih kretanja. Odluke Monetarnog odbora se odmah objavljuju javnosti uz obrazloženje. Promena referentne kamatne stope se vrši na predvidljiv način, reagovanjem na velike poremećaje i zanemarivanjem manjih, prolaznih poremećaja. Pored ovog osnovnog instrumenta, NBS je definisala i korišćenje ostalih mera i instrumenata monetarne politike, kao pomoćne instrumente, s ciljem suzbijanja inflatornih trendova i nepredvidivih okolnosti koje utiču ili mogu uticati na inflaciju, ne zapostavljajući, pri tom, i druge ciljeve, pod uslovom da ne ugrožavaju ostvarenje primarnog cilja.

Primena novog okvira monetarne politike, podrazumeva nezavisnost monetarne politike. Nezavisnost monetarne politike podrazumeva vođenje politike fleksibilnog deviznog kursa. Fleksibilnost deviznog kursa odnosi se na određivanje kursa od strane banaka, pri čemu se ne isključuje intervencija NBS, samo u ekstremnim slučajevima s ciljem suzbijanja i sprečavanja dnevnih fluktuacija.

U ostvarivanju ciljane-targetirane stope inflacije NBS, deluje na transparentan način. Dalje, to znači, da se javnost i tržišta redovno obavestavaju o ostvarivanju ciljeva inflacije, faktorima koji utiču na kretanje, kao i merama monetarne politike, koje se preduzimaju s ciljem ostvarenja definisane inflacije u budućnosti, kako bi ekonomskim akterima na tržištu bile na vreme dostupne, i na osnovu kojih će formirati inflatorna očekivanja.

4. OSTVARENI REZULTATI NOVOG MONETARNOG OKVIRA ZA PERIOD 2006-2008. GODINE

U početku implementacije strategije targetiranja inflacije, NBS je usvojila kratkoročne ciljeve u pogledu inflacije za kraj 2006. i 2007. definisane u obliku bazne inflacije, na osnovu promena indeksa cena na malo, koje nisu rezultat korekcije regulisanih cena i tarifa. Okvir koridora bazne inflacije je određen u rasponima:

FINANSIJE

1. sa rastom na međugodišnjem nivou u intervalu od 7-9% za decembar 2006. god.
2. sa rastom na međugodišnjem nivou u intervalu od 4-8% za 2007. god.
3. sa rastom na međugodišnjem nivou u intervalu od 3-6 % za 2008. god.

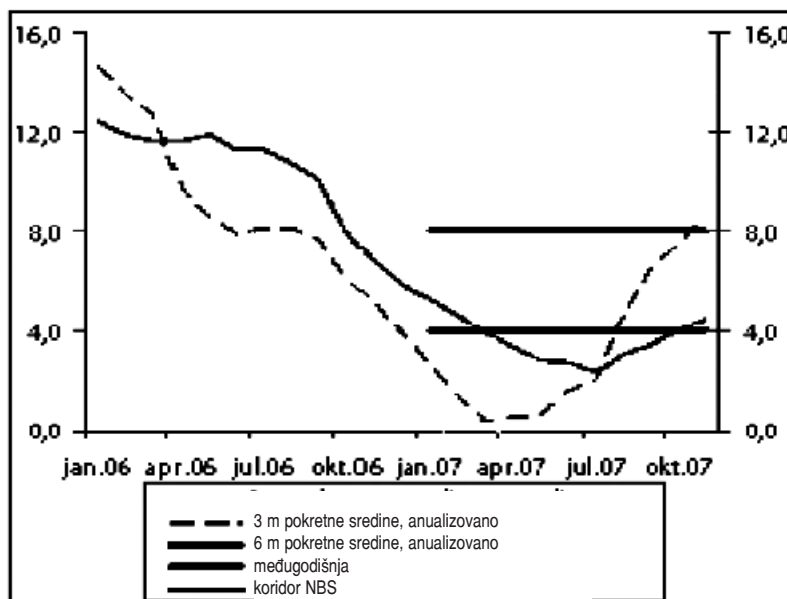
Od momenta primene Novog okvira monetarne politike, bazna inflacija u poslednjem kvartalu 2006. god., na međugodišnjem nivou dostigla je iznos od 5,9% . Znači, bazna inflacija je bila niža od projektova-

nog koridora. Glavni uzroci niže ciljane stope bazne inflacije od projektovane su bili visoki apresijacijski pritisci, i u manjoj meri posredni efekti znatnog pada cena nafte na svetskom tržištu.

U 2007. god. NBS, je ostvarila svoj cilj, ostvarivši baznu inflaciju od 5,4%, što je u granicama ciljanog koridora, koji je iznosio 4-8%.

Nakon veoma niske stope u prvoj polovini godine (1,6% na godišnjem nivou), bazna inflacija u drugoj polovini godine se snažno ubrzava (Grafikon 2).

Grafikon 3. Kretanje bazne inflacije u 2006. i 2007. godini u %



Izvor: RZS

Tabela 3. Doprinos izabраниh komponenti rastu bazne inflacije u %

	Učešće u baznoj inflaciji	<u>XI 2007</u> <u>VI 2007</u>	<u>XI 2007</u> <u>XII 2006</u>
		Doprinos porastu u %	
Ukupna bazna inflacija	100,0	100	100,0
Industrijski prehrambeni proizvodi	30,9	68,4	49,4
Sveže meso	3,9	15,7	6,4
Mleko prerađeno	2,9	13,9	12,2
Masnoća	2,1	10,9	6,3

Izvor: RZS

Ubrzanje bazne inflacije u drugoj polovini godine je posledica faktora na strani ponude, pre svega porasta cena hrane i nafte.

Izraženi efekti rasta cena poljoprivredno-prehrambenih proizvoda, uz paralelni rast cena nafte, sinergetski su bili snažniji od dezinflatorne efekte nominalne i realne apreprijacije dinara i povećanog apresijaciji gepa realnog kursa tokom druge polovine 2007. god, i koji je u četvrtom kvartalu, neposredno, doprineo da se bazna inflacija zadrži na nivou prethodnog kvartala.

Naime, preko dve trećine porasta bazne inflacije u drugoj polovini godine je rezultat poskupljenja prehrambenih proizvoda (Tabela 3). Efekti poljoprivrednog šoka su bili jači i du-

gotrajniji, nego što se u prvi mah mislilo, prenoseći se preko inflatornih očekivanja na ostale cene. Na inicijalni šok, usled dejstva porasta cena poljoprivrednih proizvoda i energenata, nije se reagovalo monetarnom politikom u trećem kvartalu, ali se reagovalo na porast inflatornih očekivanja kao posledicu tog šoka.

Da bi ostvarila ciljnu stopu bazne inflacije, tokom 2007. NBS je početkom godine smanjila referentnu kamatnu stopu sa 14% na 10%. Tokom godine, referentnu kamatnu stopu NBS je šest puta smanjivala, dok je povećanje izvršeno dva puta. Prvo povećanje referentne kamatne stope, dogodilo se 28. avgusta, kada je stopa povećana sa 9,5 na 9,75% (+25bp) da bi opet, krajem meseca oktobra, sma-

FINANSIJE

Tabela 4. Pokazatelji stope rasta cena u %

	<u>III 2007</u> <u>III 2006</u>	<u>VI 2007</u> <u>VI 2006</u>	<u>IX 2007</u> <u>IX 2006</u>	<u>XII 2007</u> <u>XII 2006</u>
Cene na malo	5,6	5,1	7,4	10,1
Bazna inflacija	4,0	2,8	3,3	5,4
Potrošačke cene	4,1	4,0	8,0	11,0
Troškovi života	4,2	3,5	8,9	11,9
Cene indu. proizvoda	5,1	4,9	6,1	9,8
Cene poljop. proizvoda	3,4	4,8	20,6	30,2

Izvor: Izveštaj o inflaciji 2007. god. NBS 2008.

njena na 9,5%. Cilj, prvog povećanja referentne kamatne stope je bio, ublažavanje efekta rasta cena poljoprivrednih proizvoda. Drugo povećanje referentne kamatne stope, izvršeno je decembra meseca, na 10% (+50bp) sa ciljem ublažavanja inflatornih efekata, koji su posebno ojačali, u posljednjem kvartalu.

Od ostalih instrumenata monetarne politike, značajno je istaći operacije NBS na otvorenom tržištu, koje su tokom 2007. po osnovu repooperacija porasle blizu 2,75 milijardi eura. Da bi održala ciljnu inflaciju u planiranim okvirima NBS je vodila restriktivnu monetarno-kreditnu politiku, čija je restriktivnost najviše bila izražena u četvrtom kvartalu, usled proširivanja apresijacijskog jaza između realnog

deviznog kursa (nominalna apresijacija dinara i rast inflacije), ekspanzivan rast novčanih agregata (iznad proseka usled trošenja depozita države), dodatno povećanje novčane mase kroz devizne i novčane transakcije.

Ispoljeni negativni trendovi u poslednjem kvartalu 2007. godine, preneo je inflatorne pritiske i u 2008. god. Pojačano je inflatorno delovanje svih relevantnih faktora, od kojih su najvažniji:

1. inflatorna očekivanja monetarnih vlasti su povećana,
2. istorijski rekordni skokovi cena nafte na svetskim tržištima,
3. uvozna inflacija je zabeležila najveći rast u ovom kvartalu u poslednje tri godine,
4. apreprijacijski gep realnog devi-

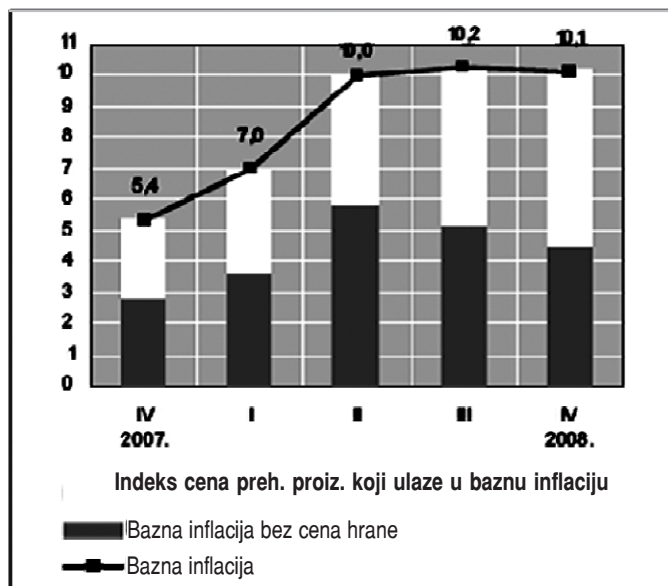
znog kursa je smanjen, kao rezultat nominalne depresijacije dinara, 5. proizvodni jaz je iz negativne prešao u pozitivan jaz. (Petrović, P. Vasiljević, D. 2007)

Utvrđena stopa ciljne inflacije, u rasponu 3-6%, u poređenju prema decembru mesecu 2007. god. je smanjena, sa ciljem efikasnijeg suzbijanja inflatornih tendencija direktnim uticajem na inflaciona očekivanja.

Krajem 2008. god. međugodišnja bazna inflacija iznosila je 10,1%, što je za 4,1% iznad gornje granice ciljanog

koridora, koji je projektovan u rasponu između 3-6%. Znači, cilj za baznu inflaciju u 2008. god. nije ostvaren. Na prebačaj projektovanog koridora bazne inflacije, tokom, 2008. god. uticao je veći broj faktora. Rekordan rast cena nafte i naftnih derivata u prvoj polovini godine, rast cena hrane i ekspanzivna fiskalna politika su neposredno uticali na rast bazne inflacije. Zatim, nestabilnost na deviznom tržištu, povećanje premije rizika uz znatno smanjenje priliva stranog kapitala su još više podstrekivala visoka inflaciona očekivanja.

Grafikon 4. Doprinos stopi rasta bazne inflacije



Izvor: Izveštaj o inflaciji 2008. god., NBS, februar 2009. god.

FINANSIJE

Tabela 5. Pokazatelji stope rasta cena u %

	III 2007 III 2006	VI 2007 VI 2006	IX 2007 IX 2006	XII 2007 XII 2006
Cene na malo	11,8	12,1	9,9	6,8
Bazna inflacija	7,0	10,0	10,2	10,1
Potrošačke cene	13,6	14,9	10,9	8,6
Troškovi života	14,6	15,9	10,6	7,9
Cene indu. proizvoda	12,8	13,1	13,2	9,0
Cene poljop. proizvoda	36,5	48,8	25,3	18,1 ^s

Izvor: Izveštaj o inflaciji 2007. god. NBS 2008.

I pored realnog smanjenja pritiska agregatne tražnje, visoka inflaciona očekivanja, su neutralisala pozitivan efekat dezinflatornog dejstva.

Restriktivnom monetarnom politikom, NBS je pokušavala da neutrališe inflatorne pritiske. Mada, prema nekim ocenama, NBS je morala da vodi restriktivniju monetarnu politiku, naročito krajem godine. Oštrija restriktivnost nije uvedena, zbog bojaznosti, usled mogućih nepredvidivih inflatornih šokova, ali i procene, da bilo kakvo povećanje referentne kamatne stope, na nestabilnim finansijskim tržištima, izazvalo kontraželjene efekte. Sem toga, NBS, je u drugoj polovini godine, preorijentisala svoj fokus interesovanja ciljanja bazne inflacije sa cena na malo na novi cilj, potrošačke cene, koji je iskivao niži stepen restriktivnosti.

I pored visokih inflatornih pritiska, usled velike depresijacije deviznog kursa, u četvrtom kvartalu, bazna inflacija pokazuje znake usporavanja. Do usporavanja inflacije je došlo, usled pada cena hrane krajem godine, nafte i smanjene efektivne agregatne tražnje, što je uticalo na mnoga preduzeća da ne povećavaju cene, bez obzira na visoku depresijaciju dinara. Takođe, i ukupna inflacija iskazuje još veće usporavanje, pod uticajem pada cena nafte na svetskom tržištu.

U oktobru mesecu, NBS je povećala referentnu kamatnu stopu za 200 baznih poena. I pored povećanja referentne kamatne stope, monetarna politika u poslednjem kvartalu je bila

^s Novembar na novembar

manje restriktivna, prevashodno zbog visoke depresijacije dinara.

Apresijacijski jaz realnog kursa je gotovo zatvoren, a referentna stopa je, zbog rasta trenda realne kamate, ispod neutralnog nivoa. (Izveštaj NBS za 2008. god., Februar 2009. god.)

ZAKLJUČAK

Izazovi u vezi sa monetarnom transmisijom potiču od brzog uticaja kursa na nivo cena, visokog stepena realne i finansijske eurozacije, i veoma nerazvijenog novčanog i deviznog tržišta. Evidentno je, da je monetarni sistem od 2001. godine prošao kroz značajne pozitivne promene, sa trendom daljeg poboljšanja, ali i bolesti koje nose tranzicione privrede. Targertiranje inflacije je izabrano kao jedina razumna alternativa, uprkos mnogim izazovima, kao što su nizak kredibilitet i slaba monetarna transmisija. Sticanje kredibiliteta bilo je posebno teško za novi režim, i pored svih nastojanja CBS da izgradi imidž respektivne institucije. Jer, kod stanovništva Srbije je prisutna doza skepticizma i nepoverenja, naročito kod manje pismene populacije. Uzroci tome su mnogobrojni a najvažniji su manjak poverenja stanovništva u domaću valutu, neformalna eurizacija, ali i prisećanja na blisku prošlost hiperinflacije, konstantna očekivanja visoke inflacije i ograničena zavisnost institucija.

Kratkoročna referentna kamatna

stopa postala je ključni instrument u monetarnoj politici za postizanje inflacionih ciljeva. Smanjene su intervencije NBS na deviznom tržištu i kursu, sem u izuzetno ekstremnim situacijama, kolebanja deviznog kursa. Porastao je značaj, makroekonomskih prognoza i analiza u donošenju odluka i kreiranju monetarne politike. Izveštaj o inflaciji i druga saopštenja putem medija i konferencija za štampu, postali su glavno sredstvo komunikacije koje promoviše transparentnost i odgovornost politike NBS.

Fleksibilan devizni kurs je ključni faktor novog režima, iako je, ukazao na određene nedostatke u odnosu na kretanja deviznog kursa, naročito u uslovima postojanja velikog deficita tekućih plaćanja. Kao sredstvo postizanja stabilnosti cena, fleksibilnost deviznog kursa predstavlja amortizer protiv inflatornih šokova, obezbeđujući da privreda dostigne novi nivo ravnoteže. Sa visokim uplivom deviznog kursa na nivo cena, apresijacija deviznog kursa je bila glavna mera smanjenja inflacije i ostvarenja ciljane inflacije.

S obzirom da je stopa inflacije u Srbiji u porastu, i da je bazna inflacija u 2008. god. iznad gornjeg okvira definisanih koridora, specifičnost targertiranja inflacije, ogleđa se u veoma interesantnoj, kontradiktornoj činjenici, a to je da se zbog uvedenog targertiranja inflacije, za razliku od većine zemalja, gde se očekuje smanjenje in-

flatornih očekivanja, kod nas u Srbiji, očekuje inflatorni pritisak, odnosno povećanje inflacije.

Takođe, neophodno je ukazati na negativne specifičnosti targetiranja inflacije, koje su se po našem mišljenju ispojlile u Srbiji:

1. značajne fluktuacije u nivou dohotka i ukupnog prihoda prouzrokovane implementacijom ove strategije,
2. neophodna fleksibilnost deviznog kursa u nekim okolnostima može izazvati povremenu nestabilnost privrednog ambijenta i rezultata privređivanja u Srbiji. Privreda Srbije mora konstantno da nalazi mogućnosti povećanja stope rasta, koja bi neposredno uticala na smanjenje nezaposlenosti i povećanje životnog standarda stanovništva,
3. visok stepen parcijalne eurizacije u Srbiji može, u uslovima čak i uspešne implementacije fleksibilne strategije deviznog kursa da izazove potencijalno velike probleme u targetiranju inflacije. Kao i mnoga tržišta u tranziciji i finansijsko tržište Srbije nije imuno od značajne eurizacije bilansa stanja preduzeća, banaka i domaćinstva. Pri tom, mnoge dugoročne obaveze su denominirane u evrima jer targetiranje inflacije iziskuje fleksibilan nominalni devizni kurs, pri čemu su fluktuacije neizbežne,

4. takođe, veća deprecijacija dinara, ispoljena krajem 2008. god., zajedno sa svetskom finansijskom krizom može izazvati, još veći rizik finansijske krize,

5. Srbija, kao i većina država u tranziciji, ne može da ignoriše strategiju deviznog kursa, i intervencije na deviznom tržištu u uslovima ekstremne nestabilnosti, kakva se dogodila krajem 2008. god., usled visoke apresijacije deviznog kursa, u kreiranju monetarne politike targetiranjem inflacije,

6. Srbija trenutno ima monetarni režim koji liči, ali još uvek nije ostvarenje ciljanje inflacije.

Slično ciljanju inflacije, novi monetarni režim se oslanja na kamatnu stopu kao osnovni instrument, fleksibilnost deviznog kursa, i intenzivnu komunikaciju sa javnošću i interesnim grupama, kako bi se zaradio kredibilitet kroz transparentnost i odgovornost. Za razliku od režima ciljanja inflacije, ovde su ciljevi relativno široko postavljeni, NBS je još uvek prisutna na deviznom tržištu, finansijsko tržište je nedovoljno razvijeno, a transmisija monetarne politike je otežana zbog odsustva dugoročnih instrumenata i efikasne krive prinosa. Konačno, proces donošenja odluka zahteva još neko vreme da bi se razvio srednjoročni fokus i čvršće uključile ocene ekonomskog stanja i srednjoročne projekcije.

Da bi se obezbedila cenovna stabilnost koja će doprineti održivom privrednom rastu, Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije sačinile su Sporazum ciljanju (targetiranju) inflacije kao okvir za postizanje stabilnosti cena u srednjoročnom periodu, kojim se objavljuje formalni prelazak Narodne banke Srbije na režim ciljanja inflacije u 2009. godini. Principe ovog režima monetarne politike Narodna banka Srbije je postepeno uvođila u praksu na osnovu Memoranduma o novom okviru monetarne politike, usvojenog u avgustu 2006.

LITERATURA

1. Arestis, P. Sawyer. M, *Re-examining monetary and fiscal policy for the 21 st century*,
2. Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., i Posen, A. (1999) *Inflation Targeting Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton. Monthly Bulletin 2000/1
3. Calvo, G., Mishkin. F.S. (2003). „*The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries*“, NBER Working No. 9808. <http://www.nber.org/papers/w9808>
4. Mishkin, F. S. (2001): „*Issues in Inflation Targeting*“, in „*Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*“, Bank of Canada: Ottawa, Canada
5. Narodna banka Srbije, *Izveštaj o inflaciji za 2006, 2007, 2008. god.*, Beograd
6. Narodna banka Srbije, *Osnovni elementi novog okvira*, 2006.
7. Petursson, T. G. (2000): „*Exchange rate or inflation targeting in monetary policy?*“, Bank of Iceland Swensson, L. O. E.
8. Petrović, P. Vasiljević, D. (2007) *Inflacija u Srbiji: Da li će šok na strani ponude biti akomodira rastom tražnjom*, Kvartalni monitor, Beograd
9. Poole, W. (1999): „*Is Inflation too Low?*“ Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review 81 (4), St. Louis
10. Stone, M., (2003), *Challenges to Central Banking from Globalized Financial System*, IMF, Washington (pp 111 – 142).
11. Svenson, L. (1997) *Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*, European Economic Review, br. 41.
12. Svenson, L. (2000) *Open Economy Inflation Targeting*, Journal of International Economics, br. 50.
13. Narodna banka Srbije i Vlada Republike): *Sporazum ciljanju(targetiranju) inflacije*, Beograd 2008.

Rad primljen: 26. 07. 2008.

UDK: 336.71(497.11)

JEL: E-50

Pregledni rad

ORGANIZACIONI ASPEKTI INTERNACIONALIZACIJE I STABILNOST BANKARSKOG SEKTORA SRBIJE*

THE ORGANIZATIONAL ASPECTS OF INTERNATIONALIZATION AND SOUNDNESS OF SERBIAN BANKING INDUSTRY

Prof. dr Srđan MARINKOVIĆ

Ekonomski fakultet, Niš

Rezime

U radu analiziramo stepen internacionalizacije bankarskog sektora Srbije kao i pravni okvir u Republici Srbiji kojim je stvoren prostor za razvoj internacionalnih aktivnosti. Takođe razmatramo motive i modalitete prisustva stranog bankarskog kapitala. Posebnu pažnju posvećujemo razmatranju prednosti i nedostataka dva modela prisustva stranog bankarskog kapitala: a) osnivanja domaćih banaka

* Rad je nastao u okviru Naučno-istraživačkog projekta Ministarstva nauke Republike Srbije, pod nazivom „Razvijanje konkurentske prednosti preduzeća u Srbiji u uslovima evropskih integracija“ (br. 149052).

sa kapitalom stranih lica i b) otvaranje filijala stranih banaka, ali sa pozicije zemlje plasmana kapitala, imajući u vidu uticaj ovih rešenja na stabilnost. Utvrdili smo da se ove dve forme razlikuju u četiri elementa a) osnivački kapital, b) eksterni sistem garancija sigurnosti, c) implicitne interne garancije i d) nadležnost regulatora sa svim povezanim relevantnim pitanjima.

Ključne reči: INTERNACIONALIZACIJA, STRANA FILIJALA I ZAVISNO DRUŠTVO, INFRASTRUKTURA SIGURNOSTI, IMPLICITNE GARANCIJE, BANKARSKI SEKTOR SRBIJE.

Summary

This paper analyses the degree of internationalization of Serbian banking industry as well as the legal framework aimed to promote international banking activity. We also discussed motives and organizational issues related to foreign banks' presence into other countries' banking markets. Special attention is devoted to pros and cons of two channels of foreign banking entry into the local market a) foreign bank local subsidiary unit, and b) foreign branch. We found four elements in which two organizational alternatives differ: a) equity capital b) safety net coverage c) implicite internal guarantees, and b) regulatory responsibility and related issues.

Key words: INTERNATIONALIZATION, FOREIGN BRANCH AND SUBSIDIARY, SAFETY NET, IMPLICIT GUARANTEES, SERBIAN BANKING INDUSTRY.

UVOD

Većina bankarskih sistema u tranziciji karakteriše se izrazitim promenama u vlasničkoj strukturi banaka, povećanju učešća privatnog sektora u kreditnom portfelju banaka, promenama broja i relativnog značaja bankarskih organizacija u bankarskom sektoru. Promenama u poslovnoj orijentaciji (poslovno restrukturiranje) kao i promenama strukture bankarskog

sektora često prethode značajnije promene u vlasničkoj strukturi bankarskog sektora. Jedan od aspekata promene vlasničke strukture je i internacionalizacija bankarskog i finansijskog sektora, koja se pojavljuje kao obeležje gotovo svih finansijskih sistema u tranziciji. S obzirom da država ima izvesne instrumente kojima može delovati na stepen i oblik internacionalizacije važno je razumeti

prednosti i nedostatke različitih modaliteta u kojima strani bankarski kapital ulazi na domaće tržište.

Za razliku od istraživanja usmerenih na uticaj stranih banaka na efikasnost domaćeg bankarskog sektora (za pregled vidi Marinković, Radović, 2005), istraživanja usmerena na stabilnost bankarskog sektora nisu tako česta. Jedan od razloga je što u ljudskoj psihologiji postoji sklonost ka ekstrapolaciji sadašnjeg stanja, pa u stabilnim vremenima ne razmišljamo o mogućim kriznim incidentima.

U ovom radu pokušaćemo da izdvojimo i analiziramo nekoliko faktora koje ocenjujemo važnim za stabilnost internacionalizovanog bankarskog sektora, po kojima ćemo ocenjivati prednosti i nedostatke alternativnih izbora organizacionog oblika pristupa stranih banaka.

1. TIPOLOGIJA MEĐUNARODNIH FINANSIJSKIH USLUGA

Po jednoj klasifikaciji sve bankarske aktivnosti se mogu deliti u četiri kategorije (Goodman, 1984, p. 679). *Domaćim bankarstvom* podrazumevamo slučaj u kome se matičnost valute transakcije, lokacija banke i sedišta (prebivalište) klijenta (zajmoprimca ili deponenta) poklapaju. *Eurovalutnim bankarstvom* se nazivaju one poslovne aktivnosti u kojima su davalac i primalac usluge rezidenti

iste države, ali valuta u kojoj se transakcija obavlja nije matična. *Bankarstvom sa inostranstvom* nazivamo situaciju u kojoj davalac usluge obavlja transakciju u matičnoj valuti, ali sa nerezidentom.

Poslednja dva elementa mogu se smatrati različitim vidovima *međunarodnog bankarstva*, koje u tom slučaju možemo definisati kao skup svih slučajeva u kojima ne postoji simultani identitet između tri važna elementa poslovne transakcije: valute denominacije poslovnog aranžmana, sedišta davaoca i sedišta primaoca bankarske usluge. Uočavamo da se ova taksonomija teško može doslovno primeniti u situacijama kada se u nekoj državi primenjuje zakonsko sredstvo plaćanja matično u nekoj drugoj državi (zvanična valutna supstitucija) ili su transakcije u drugim, nematičnim valutama dozvoljene i širokoprimenjivane (nezvanična valutna supstitucija).

U takvim okolnostima valuta denominacije poslovnog aranžmana postaje manje važan kriterijum, pa pod internacionalnim bankarskim aktivnostima možemo podrazumevati bankarske poslove u kojima učestvuju domaće i strano pravno ili fizičko lice, odnosno rezident i nerezident, od kojih bar jedno lice ima status bankarske organizacije.

Problem definisanja međunarodnih finansijskih transakcija ima izuzetan praktičan aspekt, jer od kategorizacije transakcije zavisi kako će se

efekti ove transakcije evidentirati u nacionalnim platnim bilansima. Na osnovu klasifikacije uvedene u GATS prepoznamo četiri tipa međunarodnih finansijskih usluga (Moshirian, 2004, p. 272-273): usluge koje ne prati izmeštanje davalaca niti primalaca usluge, usluge koje prati izmeštanje davalaca usluge, usluge koje prati izmeštanje primalaca i konačno, usluge koje prati izmeštanje i primalaca i davalaca finansijske usluge.

1.1 Usluge koje ne prati izmeštanje davalaca niti primalaca usluge

Ova kategorija međunarodnih finansijskih usluga je slična trgovini robom, pa bilo koja transakcija uključena između dve finansijske institucije (ili finansijske i nefinansijske institucije/lica) koje potiču iz različitih država, a ne podrazumevaju fizičko prisustvo u državi sedišta drugog lica, potpadaju u ovo kategoriju. Da bi aranžman između dve finansijske institucije klasifikovali u ovu kategoriju potrebno je da bude ispunjen uslov da same institucije imaju različitu „nacionalnost“, i jedna i druga nisu inkorporisane, niti se transakcija obavlja u samo jednoj od ove dve države. Po poznatoj sistematizaciji (Giddy, 1983) koja za osnov uzima kriterijum lokacije poslovnih aktivnosti davalaca bankarskih usluga ovaj tip međunarodnih finansijskih usluga

spada u kategoriju međunarodnog bankarstva „sa odstojanja“. Za ovakav vid internacionalizacije bankarskih aktivnosti potrebno je da nema ograničenja u zemljama ugovornih strana. Zbog toga se ovaj oblik internacionalizacije bankarskih aktivnosti zadržao uglavnom u onim bankarskim uslugama koje su tradicionalno „međunarodne“, ili ih većina zakonodavstava ostavlja izvan restrikcija.

1.2 Usluge koje prati izmeštanje davalaca usluga

Ova kategorija se odnosi na strane direktne investicije (SDI) multinacionalnih banaka, kompanija za osiguranje, trgovanje hartijama od vrednosti ili sličnih davalaca finansijskih usluga, koje uspostavljaju sopstvenu organizacionu mrežu u zemlji uvoza kapitala (tzv. zemlja domaćin). Značaj SDI i direktnog pristupa tržištu zemlje uvoza kapitala doveo je u poslednjim decenijama do brzog razvoja SDI u oblasti finansijskih usluga, do te mere da danas možemo oceniti da je ovaj kanal internacionalizacije finansijskih usluga možda i značajniji od prethodnog, tj. međunarodne trgovine finansijskim uslugama. Liberalizacija trgovine finansijskim uslugama, nastala nakon Urugvajске runde pregovora o trgovini, bila je regulatorni impuls za razvoj SDI u oblasti finansijskih usluga. Ovakav razvoj događaja pokrenuo je debatu o ulozi koju multinacionalne finansijske

institucije igraju u razvoju i efikasnosti finansijskih sistema država primalaca (uvoznika) kapitala. Istovremeno, potrebno je uočiti i razliku između multinacionalnih kompanija koje su u drugim državama prisutne preko zavisnih društava koja su inkorporisana u državama uvoznicama kapitala, i onih koje ne koriste ovaj kanal prisustva. Ova razlika je vrlo važna jer zavisna društva imaju tretman domaće kompanije, pa se dobit ostvarena u zemlji domaćinu ne tretira kao izvoz finansijskih usluga iz države izvora ka državi plasmana kapitala. Po pomenutoj sistematizaciji (Giddy, 1983) ovaj tip internacionalizacije se naziva „međunarodnim bankarstvom u zemlji domaćina“.

1.3 Izmeštanje primalaca usluga

Ova kategorija se odnosi na aktivnosti finansijskih institucija kojima se finansijske usluge pružaju pojedincima i kompanijama koje fizički prelaze u strane države ili offshore centre kako bi došle do finansijske usluge. Usluge koje se pružaju ovakvim klijentima evidentiraće se kao izvoz finansijskih usluga iz država u kojima se nalazi sedište davalaca usluga, pod uslovom da im je to i mesto inkorporacije.

1.4 Izmeštanje davalaca i primalaca usluga

U ovu kategoriju spadaju finansijske usluge koje strana finansijska in-

stitucija, koja nije inkorporisana u zemlji domaćinu, pruža stranom klijentu (pravnom ili fizičkom licu) koji takođe nema sedište/prebivalište ili mesto inkorporacije u datoj zemlji domaćinu. Kao primer ovog tipa usluge može se navesti slučaj japanske kompanije koja posluje u SAD, nije inkorporisana u SAD, a koja pozajmljuje sredstva od britanske banke, kojoj takođe SAD nije mesto inkorporacije. U ovom slučaju, finansijska usluga britanske banke, iako je obavljena u SAD, biće evidentirana kao izvoz iz Britanije za Japan.

1.5 Relativni značaj različitih tipova

Međunarodno bankarstvo u „zemlji domaćina“ ostaje jedino rešenje za internacionalizaciju bankarskih aktivnosti ukoliko razna ograničenja međunarodnom kretanju kapitala ostale kanale čine nepristupačnim ili nedovoljno efikasnim. Ovaj kanal prisustva na strana bankarska tržišta ostvaruje se preko osnivanja lokalnih organizacionih jedinica strane banke. U većini zakonodavstava ove organizacione jedinice imaju status rezidenta, pa se bilo kakva ograničenja prisustva stranih banaka na ovaj način efikasno zaobilaze. Najčešći organizacioni oblici prisustva stranih banaka su predstavništva, filijale, tj. ogranci ili lokalne banke u vlasništvu stranih lica. S obzirom da predstavništvima nije omo-

gućeno obavljanje bankarskih poslova izuzev poslova istraživanja tržišta, veći praktični značaj u poslovanju imaju jedino filijale i zavisna društva stranih lica. Na ovaj način efikasno se zaobilaze ograničenja u kretanju kapitala i punopravno pristupa lokalnom kreditnom i depozitnom tržištu, kao i raznim drugim oblicima poslovanja sa rezidentima zemlje plasmana kapitala. Značajan deo ovih poslovnih aktivnosti se obavlja u lokalnim valutama. Ukoliko se banka odlučuje za osnivanje banke u zemlji plasmana kapitala može smanjiti svoje vlasničko učešće kupovinom manjeg paketa akcija, raznim alijansama ili drugim oblicima zajedničkog ulaganja.

Odgovarajuća rešenja naših zakona, kojima je zadržana izvesna kontrola u protoku kapitala sa inostranstvom, kao i druge barijere, onemogućavaju značajnije poslovno povezivanje domaćih sa stranim pravnim licima u sferi bankarskih usluga. Zbog toga je interes stranih banaka za domaće bankarsko tržište uglavnom ostvarivan preko osnivanja banaka u „zemlji domaćinu“. Međutim, i ovaj kanal može imati dve forme: osnivanje banaka i otvaranje filijala u državi plasmana kapitala. Jedna od ključnih razlika je u tome što drugi slučaj podrazumeva priznavanje dozvole za rad i nadležnost u regulaciji stranog regulativnog tela. Uzajamno priznavanje dozvole za rad u bankarskom sektoru uvedeno je unutar Evropske unije u

okviru projekta harmonizacije bankarskog zakonodavstva. Takozvani „jedinstveni pasoš“ zasniva se na principu da davalac finansijske usluge stiče pravo da obavlja sve bankarske poslove unutar Evropske unije od regulatornog tela države gde se nalazi sedište kompanije.¹ Međutim, ovakvom rešenju prethodila je značajna harmonizacija osnovnih standarda regulacije i uzajamno priznavanje nacionalnih tela zaduženih za nadzor [Röben, 2006, p. 122]. U takvim uslovima može funkcionisati sistem u kome je za kontrolu poslovanja kompanije zaduženo regulatorno telo države gde se nalazi sedište kompanije, a regulatorna tela država u kojima je ista kompanija poslovno prisutna upućena na saradnju sa glavnim regulatornim telom.

2. MOTIVI ULASKA STRANIH BANAKA

U ekonomskoj teoriji se razmatra nekoliko razloga koji mogu predstavljati motive za internacionalizaciju u oblasti bankarskih usluga [vidi Focarelli and Pozzolo, 2008, p. 17-18].

¹ Čak i ovako jednostavno definisan princip za određenje nadležnosti regulatora nije jednostavno primeniti u praksi. U kontinentalnim pravnim sistemima (npr. Nemačka, Francuska) nacionalnost korporacije se ne utvrđuje na bazi države u kojoj je izvršena inkorporacija, već na osnovu glavnog sedišta uprave kompanije (siege social).

Jedna od tradicionalno prisutnih motiva je da banke dolaze „u pratnji svojih postojećih klijenata“. Ovaj motiv se takođe označava kao efekat gravitacionog pula [Aliber, 1984, p. 664]. Ova hipoteza zasniva se na postulatu da je međunarodno kretanje finansijskih usluga samo posledica određenim faktorima determinisanog kretanja nefinansijskih usluga i robe.

U kojoj meri je u konkretnom slučaju ovo bio motiv za dolazak stranih banaka može se prosuditi na osnovu komparacije poslovnog prisustva nebankarskih i bankarskih organizacija iz istih država. Na taj način, naizgled prihvatljiv indikator prisustva ovog motiva za dolazak stranih banaka na konkretno tržište bilo bi poklapanje porekla bankarskog i nebankarskog kapitala u strukturi stranih direktnih investicija. Kažemo naizgled, zbog toga što ovaj metod ima i izvesne nedostatke. Najpre, ovakva provera hipoteze zasniva se na implicitnoj pretpostavci da banka koja dolazi na strano tržište ima pretežno nacionalnu klijentelu. Ovo je možda odgovalo ranijim stadijumima globalizovanosti sfere bankarskih usluga, a danas je prihvatljiva aproksimacija samo za neinternacionalizovane banke, eventualno za grupaciju regionalnih banaka. Prave međunarodne banke već imaju „internacionalizovan portfelj klijenata“, pa se pomenuta hipoteza na ovaj način ne može proveriti. Međutim, uvid u poreklo stranog ban-

karskog kapitala u Hrvatskoj, Bosni ili Srbiji zaista potvrđuje da bankarski kapital dolazi iz onih zemalja sa kojima već postoji izgrađena saradnja u ostalim ekonomskim oblastima. Naravno, ovo samo po sebi ne znači potvrditi iznete hipoteze.

Druga, nešto novija hipoteza o motivu internacionalizacije finansijskih institucija je hipoteza o boljim uslovima za poslovanje, bilo to veći očekivani profit ili niži rizik poslovanja, npr. nepoklapanje poslovnog ciklusa, i po tom osnovu neki oblik diversifikacije. Ovom hipotezom relativizira se veza između finansijskih potreba klijenata matične banke i poslovne orijentacije međunarodne bankarske grupe, odnosno, pretpostavlja se da banka odlaskom u druge države kreira „nov portfolio klijenata“.

Anketna istraživanja motiva ulaska stranih banaka na tržište Hrvatske dokazala su da anketirani predstavnici stranih banaka kao glavne razloge svog ulaska na ovo tržište navode: visoku kamatnu maržu, proširenje baze klijenata i neiskorišćen dužnički potencijal, zatim dolaze razlozi kao što su geografska blizina i oštra konkurencija u matičnoj državi, i sličnost mentaliteta, dok je ulazak radi praćenja finansijskih potreba klijenata iz matične države najniže ocenjen motiv (vidi Kraft, 2003, tablica 3, str. 14).

Kako je visina očekivanog profita često posledica stepena efikasnosti bankarskog sektora, a on posledica

tržišne strukture, logično je očekivati da manje konkurentni bankarski sektori budu neto primalac kapitala. Međutim, u otvorenom bankarskom sektoru nizak stepen konkurencije se može održati samo ukoliko postoje dodatni razlozi zbog kojih bankarski kapital okleva da uđe u sektor: da se oformi od raspoloživog domaćeg kapitala ili dođe sa ulaskom stranih banaka. Novija istraživanja ukazuju da je pored nižeg stepena konkurentnosti potreban i odgovarajući institucionalni okvir. To nas dovodi do zaključka da kretanje bankarskog kapitala u međunarodnim okvirima sledi pravilo da država porekla i država destinacije bankarskog kapitala treba da imaju slične ekonomske karakteristike, [Focarelli and Pozzolo, 2008, p. 18] npr. stabilan makroekonomski okvir, institucionalni i sistem regulacije, a često i kvalitetne ljudske resurse.

3. INTERNACIONALIZOVANOST BANKARSKOG SEKTORA SRBIJE

Jedno od glavnih obeležja vlasničke transformacije bankarskih sektora država u tranziciji je i njegova internacionalizacija. Mada pod internacionalizacijom možemo podrazumevati različite aspekte poslovne preorijentacije bankarskih organizacija, najjednostavniji kriterijum stepena internacionalizovanosti bi se mogao definisati kroz učešće stranih pravnih i fi-

zičkih lica u vlasništvu nad bankarskim organizacijama. Čak i po ovako usko definisanom kriterijumu, učešće nedomicilnog kapitala u vlasništvu nad bankarskim sektorom nije lako merljivo.

U pregledu koji sledi (Tabela 1) data je struktura vlasništva nad bankarskim organizacijama za grupaciju bivših socijalističkih država, u geografskom smislu država jugoistočne i istočne Evrope. Bankarske organizacije su svrstane u odgovarajuće kategorije na osnovu kontrolnog vlasništva (preko polovine vlasničkog kapitala). Kao kriterijum veličine banke korišćen je podatak o bilansnoj sumi, tj. obimu ukupne aktive banke. Podaci ukazuju da je strano vlasništvo u proseku značajnije od domaćeg državnog i domaćeg privatnog vlasništva. Udeo stranog vlasništva u bankarskim sistemima država koje su se pridružile Evropskoj uniji (prva sekcija) značajno prevazilazi polovinu ukupnog bankarskog sektora, pri čemu blizu polovine domaćeg bankarskog sektora kontrolišu strane banke u Litvaniji i Slovačkoj. Značajno niže učešće stranih banaka beleži jedino Slovenija. Ovo se odnosi na podatke o stanju na kraju 2000. godine. Nepunu deceniju kasnije (poslednja kolona) učešće stranog kapitala u bankarskom sektoru Litvanije i Slovačke je značajno povećano. Međutim, ima i suprotnih kretanja, u ovom periodu učešće stranog kapitala u bankarskom

FINANSIJE

**Tabela 1: Vlasnička struktura banaka
u odabranim državama**

(aktiva)

Država	Privatne – domaće	Državne – domaće	Strane banke	
	2000	2000	2000	2007
<i>Članice Evropske unije</i>				
Češka	5,3	28,2	66,5	84,4
Estonija	2,6	0,0	97,4	99,4
Mađarska	24,0	8,6	67,4	82,6
Letonija	22,7	2,9	74,4	57,9
Litvanija	6,4	38,9	54,7	91,7
Poljska	3,5	24,0	72,5	74,2
Slovačka	8,3	49,1	42,7	97,3
Slovenija	42,3	42,2	15,6	22,6
<i>Ostale države izuzev država bivšeg Sovjetskog Saveza</i>				
Albanija	0,0	64,8	35,2	88,0
Bugarska	4,9	19,8	75,3	82,3
Hrvatska	10,2	5,7	84,1	90,4
Rumunija	3,3	50,0	46,7	87,8
Srbija	-	-	-	76,8
<i>Države bivšeg Sovjetskog Saveza</i>				
Rusija ¹⁾	56,3	37,0	6,7	17,3
Ukrajina	77,0	11,9	11,1	35,0
Belorusija	29,7	66,0	4,3	19,7
Moldavija	50,4	9,8	39,8	71,9

Izvor: Keren and Ofer (2002, Table 1, p. 20); poslednja kolona, prva sekcija Geršl (2007, Table 4, p. 34); podaci za poslednje dve sekcije dobijeni iz zvaničnih izveštaja centralnih banaka;

Napomene: ¹⁾ Podatak za Rusiju se odnosi na 1997. godinu;

sistemu Letonije čak je zabeležilo pad. U drugoj sekciji učešće stranih banaka je takođe vrlo visoko, a posmatrani period obeležava čak i radikalniji rast nego u prethodnoj grupi država. Treću grupu država, izabrane države bivšeg Sovjetskog Saveza, karakteriše značajno niže učešće stranog kapitala, ali je prisutan jednako intenzivan rast ovog učešća u proteklih desetak godina. U slučaju Rusije i Belorusije učešće banaka u stranom vlasništvu još uvek ne prelazi petinu ukupne aktive bankarskog sektora.

Uporedni pregled potvrđuje da je bankarski sektor Srbije, po poreklu kapitala tipičan predstavnik grupacije država srodnih po istorijskom nasleđu i geopolitičkim odlikama. Od ukupnog broja banaka, koje su poslovale u trećem kvartalu 2007. godine, 22 banke su bile u većinskom vlasništvu stranih lica, 6 u većinskom vlasništvu domaćih pravnih i fizičkih lica, a 8 banaka je zadržalo većinsko vlasništvo Republike Srbije. Kao banke u većinskom vlasništvu Republike Srbije kategorisane su sve one banke u kojima je Republika Srbija većinski ili pojedinačno, posredno ili neposredno, bila najveći akcionar [Narodna banka Srbije, 2007a, str. 4]. Međutim, sam broj stranih banaka nije dovoljno indikativan kada je u pitanju procena stepena internacionalizovanosti bankarskog sektora Srbije.

Od prvih dvadeset rangiranih banaka po kriterijumu veličine bilansne

sume 17 mesta zauzimaju banke u vlasništvu nerezidenata. Po poslednjim dostupnim podacima (treći kvartal 2007) učešće banaka u većinskom vlasništvu stranih lica u bilansnoj sumi bankarskog sektora iznosilo je 76,8 %, učešće banaka u većinskom vlasništvu Republike Srbije 14,8%, dok je na banke u većinskom vlasništvu domaćeg privatnog sektora iznosilo svega 8,4%. Veće učešće onaj segment banaka koji se nalazi u većinskom vlasništvu stranih lica pokazivao je jedino po kriterijumu depozitnog potencijala (78,8 %), dok je učešće ovog segmenta u ukupnom kapitalu bankarskog sektora iznosilo 67,5 %, a u zaposlenosti 69,9 %. Ovakav odnos govori da su banke u vlasništvu stranih lica, u proseku, produktivnije, sa razvijenijom depozitnom bazom, ali i sa nešto nižom stopom kapitala od ostatka bankarskog sektora. Relativno niža stopa solventnosti ne ukazuje na viši stepen rizika, jer je u apsolutnim iznosima i dalje visoko iznad minimalnog regulativnog standarda. Zbog toga je ovako određena stopa kapitala pre posledica razvijenije depozitne osnove kod ovih banaka u odnosu na ostatak sektora. Jedan od faktora koji je svakako oblikovao ove razlike je činjenica da su u postupku preuzimanja domaćih banaka, strane banke ciljale upravo na banke sa razvijenijom depozitnom bazom. Iako se u ovom radu ne bavimo efektima internacionalizacije važno je

napomenuti da određena istraživanja pokazuju da internacionalizacija domaćeg bankarskog sektora nije značajnije koincidirala sa povećanjem njegove efikasnosti, sagledavane preko sužavanja raspona u aktivnim i pasivnim kamatnim stopama [vidi Marinković and Radović, 2005].

Važan aspekt ukupne internacionalizacije bankarskog sektora je i priliv kapitala iz inostranstva koji preko sistema lokalnih banaka u stranom vlasništvu, ali i zaobilazno, direktnim kreditiranjem realnog sektora od strane matičnih banaka, dolazi u Srbiju. Samo u prethodnoj godini [9, str. 8] zaduženost bankarskog sektora prema nerezidentima povećana je za 72,4 %. Učešće ovih izvora na nivou ukupnog bankarskog sistema dostiglo je 15,9 % ukupnih izvora sredstava. Gotovo celina zaduženja bankarskog sektora u inostranstvu odnosi se na banke u vlasništvu stranih lica (99,4 %). Čak i u ovom sektoru zaduženje je koncentrisano kod nekolicine banaka. Na dve banke sa najvećim učešćem otpada gotovo polovina ukupne spoljne zaduženosti (42,5 %). Zbog toga učešće ovih izvora u ukupnim izvorima kod banaka u vlasništvu stranih lica iznosi čitavih 24 %. Povoljnu okolnost predstavljaju uslovi zaduženja banaka. Najveći deo aranžiran je u obliku kreditnih linija sa matičnim bankama i drugim osnivačima, i to sa rokom dužim od jedne godine (97,9 %). Ovo je uticalo na pogoršanje valutne strukture bilansa

bankarskog sektora. S obzirom da banke ove izvore dalje plasiraju takođe u valuti izvora (stranoj valuti) ili ih indeksiraju deviznim kursom, valutni rizik je najvećim delom prenet na krajnje korisnike, što dovodi do latentnog rizika transformacije valutnog u kreditni rizik. Pri tome, velikoj spoljnoj zaduženosti bankarskog sektora treba dodati i značajnu zaduženost privrede, čije se direktno zaduženje u inostranstvu približava polovini iznosa duga bankarskog sektora.

Međutim, za potpuniji uvid u stepen prisustva stranog finansijskog kapitala u našoj zemlji, potrebno je pored analize bankarskog sektora uzeti u razmatranje i prisustvo raznih nebankarskih finansijskih institucija, ili investicionih grupa, na primer kretanje portfolio kapitala. Nedostatak uvida u prave razmere prisustva nebankarskog finansijskog kapitala omeo nas je u istraživanju i ovog svakako važnog aspekta.

4. DOMAĆI PRAVNI OKVIR

Koji će od pomenutih oblika internacionalizacije biti prisutan u konkretnom slučaju, dakle, u konkretnoj državi uvoznici bankarskih usluga, zavisi od prisustva raznih ograničenja u kretanju kapitala sa inostranstvom.

Za analizu domaćeg pravnog okvira značajni su elementi definisani u nekoliko domaćih zakona: Zakona o deviznom poslovanju, Zakona o ban-

kama, Zakona o osiguranju depozita i Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Zakonodavne aktivnosti preduzete poslednjih nekoliko godina u velikoj meri su usmerene na skidanju barijera u protoku kapitala sa inostranstvom².

Zakonom o deviznom poslovanju u jednoj opštoj odredbi uređeno je da je protok kapitala slobodan. Naime, „plaćanje, naplaćivanje i prenos po kapitalnim poslovima između rezidenata i nerezidenata vrše se slobodno“ [§ 10]. Međutim, posebnim zakonima je dalje regulisana ova materija kada su u pitanju određena pravna lica, npr. investicioni ili dobrovoljni penzijski fondovi. U svim ostalim slučajevima Narodnoj banci Srbije ostavljeno je da bliže uredi ili ograniči ulaganja rezidenata u hartije od vrednosti čiji su izdavaoci nerezidenti.

Ključne odredbe ovog zakona su i da:

- a) nerezidenti mogu slobodno investirati u dužničke i vlasničke hartije od vrednosti u Republici Srbiji, u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata;
- b) investiranje u strane kratkoročne hartije od vrednosti dozvoljeno je

isključivo Narodnoj banci Srbije i bankama pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije;

- c) istovremeno, nerezidentima nije dozvoljeno ulaganje u domaće kratkoročne hartije od vrednosti. Ovime su nerezidenti isključeni sa tržišta blagajničkih zapisa Ministarstva finansija RS, kao i sa tržišta blagajničkih zapisa Narodne banke Srbije;
- d) na identičan način regulisano je pravo nerezidenata da posluju na domaćem tržištu derivata i pravo rezidenata da posluju na stranim tržištima derivata;
- e) kreditni i depozitni poslovi sa inostranstvom u velikoj meri su oslobođeni regulativnih ograničenja. Izuzetak predstavljaju banke koje moraju na propisan način izveštavati o zaključenim kreditnim poslovima sa inostranstvom [Narodna banka Srbije, 2007b; 2008].

Osnovni izvor prava kada je u pitanju osnivanje i poslovanje banaka u Republici Srbiji predstavlja Zakon o bankama, koji je u primeni od 1. oktobra 2006. godine. Ovim zakonom banka je definisana kao „akcionarsko društvo sa sedištem u Republici Srbiji, koje ima dozvolu za rad Narodne banke Srbije i obavlja depozitne i kreditne poslove, a može obavljati i druge poslove u skladu sa za-

² O uticaju pomenutih zakona, ali i druge regulative na uslove poslovanja nerezidenata u Republici Srbiji vidi detaljnije u Arsić (2007) i Roskić (2007).

konom.“ U istom zakonu definisan je i pojam strane banke.

Strana banka, po ovom zakonu je „pravno lice sa sedištem van Republike Srbije koje je, u skladu sa propisima države porekla, osnovano i u registar nadležnog organa te države upisano kao banka, koje poseduje dozvolu za rad regulatornog tela te države i koje obavlja depozitne i kreditne poslove.“ Istim zakonom uređeno je otvaranje filijale i predstavništva domaćih banaka u inostranstvu, kao i otvaranje predstavništva strane banke u zemlji, za šta je bez izuzetka potrebno prethodno pribaviti odgovarajuću saglasnost Narodne banke Srbije [§ 88-93].

Međutim, Zakon ne predviđa osnivanje filijala stranih banaka u zemlji, što se u stručnim krugovima ocenjivalo kao nedostatak domaće regulative. Zbog toga je prisustvo stranog kapitala na domaćem tržištu bankarskih usluga ostvarivano isključivo preko osnivanja banaka, ili ulaganja u kapital domaćih banaka.

Bez obzira na poreklo kapitala banke u Republici Srbiji predstavljaju domaće banke.

Značajan deo osnovnog kapitala potiče od stranih pravnih i fizičkih lica. Međutim ove banke predstavljaju domaće pravno lice, jer su osnovane po pomenutom zakonu o bankama i podvrgnute kontroli vrhovnog regulatornog tela u oblasti bankarskih usluga u Republici Srbiji, Narodnoj banci Srbije.

5. MODALITETI PRISUSTVA STRANOG BANKARSKOG KAPITALA

Ulazak stranih banaka na bankarsko tržište Srbije do sada se odvija isključivo kroz osnivanje banaka sa kontrolnim učešćem stranog kapitala, ponekad de novo, preuzimanjem domaćih privatnih ili češće banaka sa državnim kapitalom. Ostaje kao ključna dilema da li se stranim bankarskim organizacijama može dozvoliti obavljanje svih bankarskih poslova unutar nacionalnog bankarskog tržišta uz prepuštanje kontrolnih nadležnosti matičnim kontrolnim vlastima? Odnosno, da li u Republici Srbiji treba dopustiti da i filijale stranih banaka normalno posluju unutar nacionalnih granica? U nastavku ćemo razmotriti nekoliko aspekta koji pokazuju značaj za izbor rešenja u ovoj dilemi.

5.1 Nadležnost u regulaciji

Podvrgavanje bankarskih organizacija kontroli nacionalnog regulatornog tela može biti odluka sa efikasnim ishodom jedino ukoliko nacionalno regulatorno telo ima odgovarajuće kapacitete u kontroli. Ukoliko regulatorno telo u državi sedišta kompanije može potpunije obavljati zadatak kontrole, prepuštanje nadležnosti uz izvestan stepen saradnje regulatornih tela može eventualno predstavljati i bolju opciju za državu

plasmana kapitala. U suštini, kontrolna tela obavljaju reviziju stanja kontrolisanih entiteta. Uloga kontrolnog tela je da verifikuje informacije koje joj kontrolisani entiteti dostavljaju, i da ih dalje, u skladu sa konstrukcijskim rešenjima koja oblikuju transparentnost supervizorske funkcije centralne banke, u manjoj ili većoj meri momentalno ili uz programirano kašnjenje prenesu javnosti.

Određenim teorijskim istraživanjima [Feltenstein and Lagunoff, 2005] utvrđeno je da efikasnost u kontroli solventnosti može u velikoj meri zavisi od toga ko tu kontrolu vrši. Kvalitet kontrole nije moguće sagledavati samo na osnovu jednog atributa. On predstavlja vektor komponenti, kao što su pristup potrebnom skupu informacija, profesionalni integritet kontrolnog tela, ali i neki drugi atributi. Lokalnom kontrolnom telu se obično pripisuje paternalistička pozicija prema kontrolisanim entitetima, koji po definiciji deluju unutar nacionalnog finansijskog sistema. Ukoliko bi kontrolu obavljalo neko nadnacionalno telo ovakav paternalizam bi verovatno izostao.

Paternalizam o kome govorimo obično se izrazi kroz neodlučnost regulatora da stanje okarakterise kritičnim čak i kada objektivno stanje stvari upućuje na takav zaključak. Ovakvi slučajevi poznati su u svetskoj praksi regulacije. Značajniji potresi u finansijskom sistemu redovno

su posledica propusta u načinu na koji je koncipiran ili se primenjivao sistem regulacije. Identifikacijom kriznog stanja regulatorno telo ujedno priznaje sopstvenu grešku, što dovodi do odlaganja u identifikaciji, naročito kod potresa sa posebno teškim posledicama. Oklevanje regulatornog tela (*regulatory forbearance*) je jednostavno odlaganje u primeni konkretne regulatorne akcije, koje, u kontekstu mogućeg zatvaranja banke, označava politiku poklanjanja dodatnog vremena uzdrmanoj instituciji da povрати solventnost (tzv. pokušaj vraćanja u igru ili *egambling for resurrection*) pre nego što se konačno primeni odredba [Marinković, 2005, p. 8]. Postojanje ovakve mogućnosti kreira dodatnu implicitnu subvenciju uzdrmanim institucijama, i menja eksplicitne troškove uspostavljene infrastrukture sigurnosti [Allen and Saunders, 1993]. Važeći stav o prirodi uzroka bankarskih kriza mogao bi se sumirati i parafrazirati sintagmom autora Caprio i Klingebiel [1996] „zla sreća, pogrešna politika ili loš menadžment”. Analize koje su izvršili autori potvrdile su da je u najvećem broju kriznih incidenata u poslednjih nekoliko decenija širom sveta karakterisalo istovremeno prisustvo sva tri elementa kriznog scenarija. Dominantna percepcija u stručnim krugovima je da sva tri pomenuta elementa nisu od jednakog značaja. Ka-

da govorimo o dometima organa za praćenje i regulaciju bankarskog sektora moramo istaći sumornu ocenu potencijalnih efekata na prevenciju kriza koji se mogu očekivati sa ove strane. Naime, dobra banka može postojati čak i uz neadekvatan sistem regulacije, dok, sasvim sigurno, ne može postojati uz loš sistem vlasničke kontrole. Interesantnu parabolu srećemo u literaturi [Roulier, 1997, p. 456]: „regulatori uvek pokušavaju da uhvate konja nakon što umakne iz štale, ali vlasnik je taj ko zaista kontroliše štalu i drži ključ od njenih vrata“.

Stepen internacionalizovanosti bankarskog sektora, kao i modaliteti prisustva stranog bankarskog kapitala mogu značajno da utiču na prisustvo ovakvih problema. Domaće regulatorno telo i strano regulatorno telo mogu da pokazuju različitu sklonost ispoljavanju ovih slabosti u praksi regulacije. Zadatak regulacije međunarodnih poslovnih aktivnosti je prilično kompleksan. Na primer, nova Direktiva o finansijskim konglomeratima predaje supervizoru države davalaca usluge isključivu nadležnost u koordinaciji nadzora nad poslovanjem kompleksnih konglomerata istovremeno poslovno prisutnih u više država [Boot and Thakor, 2008, p. 17-18]. Problem finansijske stabilnosti, međutim, i dalje ostaje u nadležnosti države uvoznika usluge. Ključno pitanje je ka-

ko koordinirati često suprotstavljene interese, naročito prisutne u slučaju kriznih situacija? Kako je jedan od načina suprotstavljanja krizi koncipiranje mera sanacije uzdrmanih finansijskih institucija, što redovno stvara značajne nepovoljne efekte na nacionalni budžet, postaje jasno da predaja suvereniteta u oblasti supervizije nije kompatibilna sa zadržavanjem fiskalnog suvereniteta. Čini se da se na ovaj način stiže samo do pola puta. Međutim, i objedinjavanje fiskalne i regulatorne vlasti u rukama istog državnog aparata takođe može stvarati probleme. To može dovesti do toga da se u donošenju odluke organi jedne vlasti rukovode posledicama koje ta odluka može imati na obaveze i aktivnost druge grane vlasti. Na taj način bi problem nedostatka koordinacije, koji opterećuje modalitet predaje odgovornosti za funkciju nadzora stranom regulatornom telu, bio zamenjen problemom nedovoljne autonomije nadzora, karakteristične za modalitet u kome istoj državi pripadaju funkcija nadzora i fiskalna vlast.

Decentralizovana struktura regulacije, u kojoj svaka država zadržava suverenitet u oblasti regulacije i nadzora nad bankarskim organizacijama, može da pogoduje razvoju sukoba interesa između nacionalnih tela nadležnih za regulaciju i „outsajdera“. Na primer, nacionalna tela mogu pokazivati sklonost ka doktri-

ni „prevelik da bi propao“. Takođe, postoji i problem „previše ih je da bi propali“, koji u osnovi dovodi do istih efekata. U modernim sistemima, koje odlikuje postojanje državne infrastrukture sigurnosti, poseban problem predstavlja strategijsko ponašanje regulisanih entiteta (npr. banka). Ovaj problem koji je u osnovi problem „indiferencije osiguranika prema riziku“, pojačan je izvesnim konvencijama, koje vrlo slikovito opisuje izvod iz Keynesove [1931, p. 156] elaboracije:

„Oprezan bankar, ovaj, nije onaj ko predvidi opasnost i izbegne je, već onaj ko kada doživi slom, doživi ga na konvencionalan način, zajedno sa ostalim kolegama, tako da ga niko zaista ne može okriviti“.

Doktrina „prevelik da bi propao“ kao i problem koji je Keynes opisao pripadaju pojavama devijantnog odnosa prema riziku, poznatim iz teorije osiguranja kao „moral hazard“ (kockanje sa ugledom). Prva podvlači pravilo da u sistemu sa eksternalijama (bankarski sistem), ako ste dovoljno veliki više niste samo svoja briga (negativne eksternalije su značajne). U drugom slučaju, ako nas je više u istom problemu (negativne eksternalije su ponovo značajne), krivica se ne može individualizovati [Marinković, 2007, str. 354]. U takvim situacijama može se očeki-

vati da nacionalne vlasti ne preduzimaju akcije koje bi vodile internalizaciji ukupnih negativnih efekata koje bankrotstvo domaće banke može imati na finansijske sisteme drugih država, odnosno firme izvan nacionalnih granica.

Kada problem prenesemo na područje konkurentnosti uočavamo da ovakva, decentralizovana struktura regulacije može stvoriti poslovni ambijent koji karakteriše neravnopravnost učesnika i dalje tzv. regulatornu arbitražu. Sistem regulacije u Evropskoj uniji je karakterističan decentralizovani sistem. Boot and Thakor (2008, p. 18) navode da u Evropskoj uniji trenutno deluje više od 35 agencija zaduženih za regulaciju boniteta finansijskih institucija, zbog čega naročito velika finansijska institucija može doći u situaciju da izveštaje šalje na preko dvadeset adresa nacionalnih regulatornih agencija.

5.2 Karakter ekonomskog šoka i pokretljivost poslovne aktivnosti

U nastavku ćemo razmatrati dva kanala uticaja stranog bankarskog kapitala na stabilnost domaćeg finansijskog sistema. Jedan kanal uticaja je oscilacija u kreditnoj aktivnosti zavisnog društva strane banke na lokalnom tržištu usled razvoja negativnih okolnosti na lokalnom ili drugim tržištima. Da bi se ovakav kanal uticaja odrazio nije neophodno da prome-

ne ekonomskog ambijenta budu takve da uzdrmaju solventnost bankarske organizacije. Efekat bi se ispoljio preko kontrakcije kreditne aktivnosti³. U slučaju ekonomskog šoka izrazite snage, moguće je da pogoršanje makroekonomskog ambijenta bude toliko da opstanak bankarske organizacije bude ugrožen. Ovom kanalu uticaja poklonićemo kasnije više pažnje.

Mnoge analize uticaja multinacionalnog bankarstva na stabilnost bankarskog sistema države uvoznice kapitala polaze od stava da zavisno društvo strane bankarske organizacije nije potpuno autonomna organizacija, već deo šireg sistema matične bankarske holding kompanije sa međunarodno diversifikovanim portfeljem. Pod takvim okolnostima, politika lokalno baziranog zavisnog društva bi u izvesnom stepenu bila pod uticajem odluka matične holding kompanije bazirane izvan države uvoznice kapitala. Kao pozitivan aspekt ove veze može se istaći da matično društvo može delovati kao „garancijski mehanizam” ili kreditor u poslednjoj instanci u slučaju kriznog incidenta. Na taj način, lokalno generisani šokovi neće tako oštro uticati na poslovanje zavisnog društva integrisanog u širi sistem

³ Na domaćem bankarskom tržištu trenutno je akutan problem kreditne ekspanzije koja nastaje kao posledica pojačanog zaduživanja banaka u vlasništvu stranih lica od svojih matičnih bankarskih grupa.

(Haas and van Lelyveld, 2006), posebno u slučajevima kada je raspoloživost finansijskih resursa na nivou bankarske grupe dovoljna.

Suprotno od mogućeg pozitivnog uticaja zavisnih društava stranih banaka na stabilnost ponude kredita na lokalnom tržištu, mogu se naći teorijski argumenti koji ukazuju na suprotan uticaj. Stabilnost kreditne ponude može biti umanjena ukoliko strana banka reaguje elastičnije, tj. u većem stepenu prociklično na promene u makroekonomskom okruženju zemlje domaćina (lokalno ispoljen šok). Ovako nešto se može dogoditi ukoliko matično društvo realocira kapital na druga tržišta u skladu sa odnosom između očekivanog prinosa i izmena u nivou rizika na različitim tržištima. Zbog ovoga će postojati direktna „pozitivna” veza između faze poslovnog ciklusa na lokalnom tržištu i ponude kredita stranih banaka. Mehanizam uticaja će biti različit ako lokalno zavisno društvo strane bankarske grupe ne reaguje tako elastično na promene uslova na lokalnom tržištu, već reaguje na promene na tržištu na kome deluje matično društvo. S jedne strane, pogoršavanje uslova za poslovanje na matičnom tržištu može izazvati redukciju poslovne aktivnosti na nivou grupe, uključujući i aktivnosti na posmatranom lokalnom tržištu. Najverovatnije da će upravo aktivnosti na nematičnim tržištima

biti najpre redukovane. Važnu odrednicu može predstavljati i način ulaska na strano bankarsko tržište. Strana banka može ući na dva načina: preuzimanjem domaće banke ili osnivanjem potpuno nove banke (*de novo*, ili *greenfield bank*). *De novo* banke obično nastupaju agresivnije u pogledu cenovne politike kako bi brzo dostigle kritičan nivo tržišnog udela. Jedan od motiva za izbor ove opcije nastupa na strano tržište je i želja da se od samog početka poslovnih operacija kontrolišu svi aspekti poslovanja. Opređenije za preuzimanje lokalne banke, kao strategija nastupa na lokalnom tržištu, često je motivisano željom da se dolazak novog igrača ne tumači kao odlazak postojećeg, čime se stvara određena iluzija da i dalje imamo pravu lokalnu banku. Međutim, tada, posebno u slučajevima kada bivša uprava ostaje na pozicijama, strategija razvoja i struktura portfelja ostaju pod uticajem postojeće uprave. Generalno, organizaciona struktura i sistem kontrole korporacije matične i preuzete banke verovatno neće biti tako prisno vezani kao u slučaju *de novo* banke, pa će i to uticati na delovanje pomenutih mehanizama. Drugim rečima, lokalna banka neće delovati kao savršeno uklopljeni deo multinacionalne bankarske grupe.

Na kraju, razlike između stranih i domaćih banaka nisu samo određene činjenicom da zavisno društvo strane banke predstavlja deo šire multinaci-

onalne grupe, već i razlikama u primenjenim strategijama i kvalitetu bilansa. Ukoliko je veza sa lokalnom klijentelom prisnija (*relationship lending*) ciklične fluktuacije ekonomske aktivnosti neće tako direktno uticati na kreditnu punudu, i verovatno će čak biti kontraciklične. Čitav mehanizam zavisice i od toga u kojoj meri se bilans banke može prilagođavati cikličnim oscilacijama. Banke sa stabilnim izvorima finansiranja biće u situaciji da se lakše prilagođavaju potrebama klijenata, pa će način reakcije zavisiti isključivo od prethodnog faktora.

Kod šokova manjeg intenziteta nije ključno da li strani bankarski kapital dolazi kroz oblik lokalne filijale strane banke ili lokalno osnovanog zavisnog društva strane banke. U oba slučaja realociranje poslovne aktivnosti je jednako verovatno. Kako stvari izgledaju kada ekonomski šok nastupa sa takvim intenzitetom da prethodno ugrožavanju solventnosti bankarskih organizacija? Kada je osnivanje filijala osnovni način za prisustvo na stranom tržištu bankarskih usluga to konkretno znači da će filijala biti izložena rizicima prisutnim na lokalnom bankarskom tržištu, a da će za njene obaveze u pravnom prometu odgovarati centrala, koja predstavlja strano pravno lice. Kapital matičnog društva redovno je viši od kapitala zavisnog društva, ali se ukupan utisak o relativnoj solventnosti matičnog i zavisnog

društva stiče i na osnovu informacija o rizičnosti poslovnih operacija. Gu-bitak na poslovnim operacijama na lokalnom tržištu ponekad može značajno ugroziti čitavu grupu. Zbog toga se ovaj faktor može procenjivati tek kada se uključi i procena relativnog značaja nepovoljnih lokalnih i međunarodnih ekonomskih šokova⁴. U drugom slučaju, kada strano pravno ili fizičko lice osniva banku u Republici Srbiji, odgovornost osnivača, koji i u ovom slučaju predstavlja strano pravno ili fizičko lice, nije proširena na ukupnu imovinu stranog lica – osnivača, već je ograničena samo na deo njegove imovine, tj. osnivački kapital u lokalnoj banci. Problem se suštinski svodi na izbor između veće transparentnosti lokalne poslovne aktivnosti i proširene odgovornosti, jer je sužen stepen odgovornosti u drugom slučaju kompenziran potpunijim uvidom domaćeg regulatornog tela u „garantnu supstancu“, odnosno osnovni kapital pravnog lica. Veća transparentnost će međutim imati efekat samo ukoliko je stepen kompetencije i odgovornosti lokalnog regulatornog tela na odgovarajućem nivou.

Kao što smo videli jedan od načina na koji strane banke mogu uticati

⁴ Nedavni talas finansijskih problema u svetskom bankarstvu iniciran je na hipotekarnom tržištu SAD, i sa stanovišta ostalih lokalnih bankarskih tržišta predstavlja šok međunarodnog porekla.

na stabilnost domaćeg bankarskog sektora je i preko realokacije međunarodne poslovne aktivnosti. Izmešanje poslovanja sa jednog na drugo tržište mogu stvarati promene u raspoloživom obimu kreditne aktivnosti na jednom, tj. lokalnom tržištu. Ona može biti motivisana kako lokalnim tako i globalnim šokovima. Naravno, ono što ovde označavamo kao globalni šok, u osnovi, za zemlju uvoznika kapitala predstavlja šok nedomicilnog porekla, mada je svakako klica ovog šoka na nekom segmentu nekog lokalnog tržišta. Što se tiče „pokretljivosti“ poslovne aktivnosti ona će u oba slučaja biti ograničena eventualnim ograničenjima u međunarodnom kretanju kapitala, jer obe organizacione forme imaju status rezidenta. Međutim, ovde će različit stepen transparentnosti odigrati ulogu. Po ovom kriterijumu, sa stanovišta interesa zemlje plasmana kapitala, pristup stranih banaka lokalnom tržištu preko filijala je manje povoljna forma. Razlog za to je što kod pristupa stranog bankarskog kapitala preko lokalnog zavisnog društva jedan deo kapitala nije moguće lako realocirati. Dakle, u ovom slučaju, bar osnivački kapital nije jednostavno povući. Međutim, s obzirom na uobičajeni stepen leveridža u bankarstvu još uvek ima dosta prostora da se i kroz ovu formu prisustva dogodi značajna kontrakcija kreditne aktivnosti.

5.3 Uloga eksplicitnih eksternih garancija

S obzirom na specifičnu prirodu bankarskog poslovanja jedan deo obaveza banaka (depoziti fizičkih lica) redovno je dodatno garantovan institucionalnom shemom osiguranja, pa ukoliko je shema osiguranja, koja se primenjuje u zemlji porekla kapitala, izdašnija, same filijale će nositi veći stepen sigurnosti za osigurane poverioce od domaćih banaka sa stranim kapitalom. Rešenje koje smo mi primenili u Zakonu o osiguranju depozita, u posebnoj odredbi predviđa slučaj kada strana banka posluje u pravnom sistemu Republike Srbije u obliku filijale, odnosno afilijacije. U ovom slučaju „filijala strane banke na teritoriji Republike Srbije dužna je da depozite fizičkih lica osigura kod Agencije (za osiguranje, prim. aut.) ako u zemlji sedišta te banke ne postoji sistem osiguranja depozita ili ona nije uključena u taj sistem, kao i ako je taj sistem nepovoljniji za deponenta od sistema osiguranja depozita utvrđenog zakonom“, ili sistem osiguranja depozita nije primenljiv na filijalu izvan zemlje sedišta. [§ 3 (2)]. Po pomenutom Zakonu o bankama [§ 2(3)] „filijala je organizacioni deo banke, bez statusa pravnog lica, koji obavlja poslove koje može obavljati banka u skladu sa zakonom (o bankama, prim. aut).“ Ova odredba primenila bi se ukoliko ovakav slučaj prisustva stranog bankarskog kapitala odgovarajućim izme-

nama bude predviđen. Jasno je da po ovom kriterijumu, sa stanovišta zemlje domaćina prednost pripada „modelu strane filijale“, jer će se u ovom slučaju primeniti „izdašniji“ oblik osiguranja depozita.

5.4 Uloga internih implicitnih garancija

Problem izbora između ova dva modaliteta se delimično pojednostavljuje kada se u izbor uključi i tzv. reputacioni rizik. Naime, u kojoj meri će strane banke problem u funkcionisanju lokalne filijale ili banke smatrati svojom odgovornošću i nastojati da ga reše dobrovoljnim prihvatanjem proširene odgovornosti, ili će ga pripisati lokalnim razlozima i ograničiti odgovornost na osnivački kapital? U zaštiti svoje reputacije dobra banka ne sme tolerisati bankrotstvo svojih lokalnih organizacionih jedinica, pa se može očekivati da će eventualnim dokapitalizacijama prihvatiti i one gubitke koji bi se ograničenjem finansijske odgovornosti mogli prebaciti na poverioce. Međutim, da li će ona to u odgovarajućem momentu i učiniti zavisi od niza faktora. Ako je lokalni šok sistematski on se lakše može pripisati propustima u ekonomskoj ili politici regulacije finansijskog sektora.

Međutim, u kojoj meri se u međusobnom prebacivanju odgovornosti strani vlasnici mogu ograditi od sopstvene odgovornosti ukazujući na

FINANSIJE

propuste u regulaciji ili neadekvatan ekonomski milje, zavisice i od odnosa snaga između ove dve interesne grupe. Na odnos snaga ,dakle, mogu uticati razni faktori:

- a) sistemski vs. nesistemski poremećaj (šok);
- b) postojeća nematerijalna vrednost banke (reputacija);
- c) značaj lokalnog poslovanja za centralu;

d) postojanje reciprociteta u bankarskoj i ekonomskoj saradnji;

O karakteru poremećaja već smo govorili. Drugi faktor nam govori da posebnu pažnju usmerimo na strukturu stranog bankarskog kapitala, odnosno individualne karakteristike stranog bankarskog kapitala. Ukoliko je strana banka izgradila značajnu međunarodnu reputaciju, najverovatnije da neće žrtvovati vrednost svog goodwill-a i

Tabela 2: Sigurnost različitih formi prisustva stranih banaka

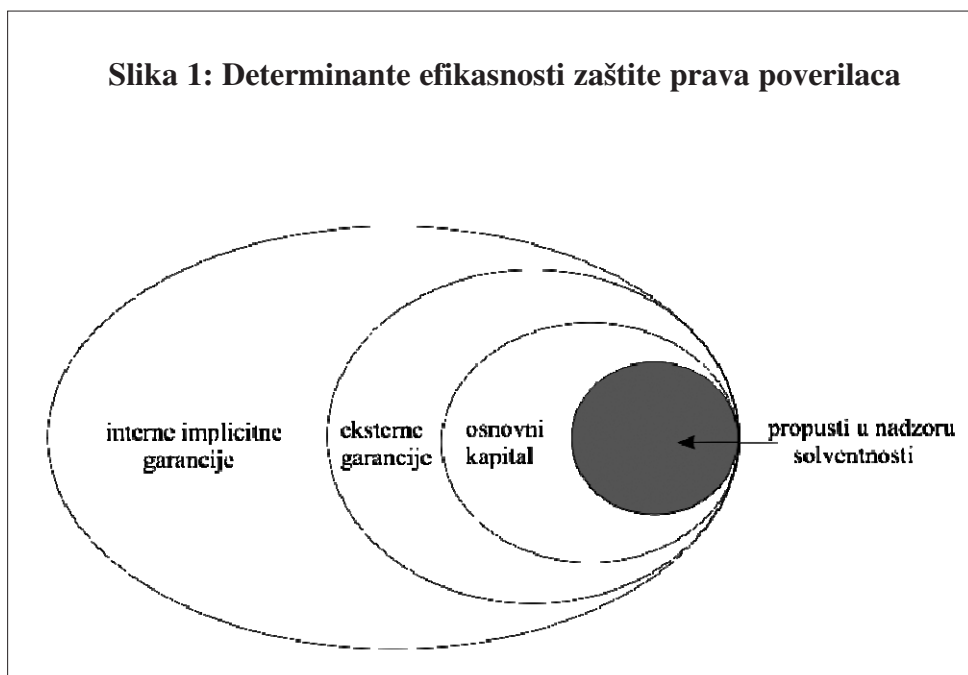
Domaća banka/strani kapital	Strana banka preko filijale
<i>Osnivački kapital</i>	
Osnivački kapital zavisnog društva, lokalno transparentan	Garantna supstanca proširena na osnivački kapital matične grupe
Veća izolovanost od globalnih šokova	Veći uticaj globalnih šokova
Veći uticaj lokalnih šokova na ekonomsku vrednost kapitala	Izloženost lokalnim šokovima prisutna
<i>Eksplicitne eksterne garancije</i>	
Lokalna šema eksplicitnih eksternih garancija	Izdašnija shema eksplicitnih eksternih garancija
<i>Implicitne interne garancije bankarske grupe</i>	
Implicitne interne garancije koje zavise od percepcije reputacionog rizika bankarske grupe	Eksplicitne interne garancije kapitalom bankarske grupe
<i>Regulatorni i sistem nadzora</i>	
Lokalni kontrolor nadležan	Matični kontrolor nadležan
Osetljiv na kompetencije, objektivnost i odlučnost lokalnog regulatora	Osetljiv na kompetencije, objektivnost i odlučnost matičnog regulatora
	Konflikt funkcije nadzora i antikrizne politike

prihvatiti deo eksplicitnih gubitaka. Treći faktor nam govori da vrednost goodwill-a može pokazivati različitu osetljivost u zavisnosti od značaja lokalnog bankarskog tržišta za strani bankarski kapital. Ako je jedna međunarodna banka na jedan način reagovala u slučaju kada je kriza inicirana na tržištu SAD, ne znači da će na isti način reagovati i kada se sličan problem pojavi u Srbiji. Isti problem može imati još jednu dimenziju. Ukoliko je protok bankarskog kapitala između države porekla kapitala i države plasmana kapitala obostran, a ekonomska saradnja intenzivnija, najverovatnije da će u podeli tereta zemlja u kojoj je problem iniciran imati povoljniji status.

Poverenje javnosti u banku ili bankarski sistem je funkcija realne ili ekonomske vrednosti sopstvenog kapitala, stabilnosti ekonomske ili realne profitabilnosti, kvaliteta informacija i kredibiliteta, odnosno tržišne vrednosti sistema eksternih garancija solventnosti [vidi Sinkey, 2002, p. 269]. U vezi poslednjeg faktora treba uočiti da će na stepen poverenja javnosti u banku uticati ne samo eksplicitne eksterne garancije već i svaki sistem implicitnih eksternih garancija (npr. prisustvo „prevelik da bi propao doktrine“ u ponašanju regulatorni tela).

Kada ovaj opšti okvir analize prilagodimo za slučaj bankarske organiza-

Slika 1: Determinante efikasnosti zaštite prava poverilaca



cije koja deluje u okviru šire bankarske grupe, svoj značaj pokazuje još jedan faktor. To je način na koji se u okviru šire bankarske grupe percipira odgovornost grupe za odbranu svojih finansijski uzdrmanih zavisnih društava. U takvim uslovima eksplicitne garancije definisane nivoom kapitala zavisnog društva i proširene dodatnim garancijama koje generiše sistem eksternih garancija, treba proširiti i dodatnim garancijama koje mogu postojati u okviru bankarske grupe, kao neki oblik uzajamnog ili koosiguranja članica grupe. U ovom elementu pojavljuje se značajna razlika između stranih banaka koje na lokalnom tržištu deluju kroz sistem filijala i stranih banaka koje na lokalno tržište dolaze osnivanjem svojih zavisnih društava. U prvom slučaju odgovornost (garancija) grupe za obaveze lokalne organizacije jedinice je eksplicitna, dok je u drugom slučaju ona implicitna i kao što smo istakli zavisi od percepcije reputacionog rizika na nivou čitave bankarske grupe (Slika 1).

Kao što vidimo, osnovni kapital zavisnog društva predstavlja jezgro ukupne sigurnosti s kojom banka posluje na lokalnom tržištu. Dodatnu sigurnost generiše sistem eksplicitnih (ali i implicitnih) eksternih garancija (npr. sistem osiguranja depozita) koji se primenjuje na lokalno zavisno društvo, ali i implicitne interne garancije čitave grupe. Kako je sigurnost banke pozitivna funkcija, objektivnog

nivoa solventnosti koji važi za uslov savršeno informisanog, nepristrasnog regulatora, bilo kakvo odstupanje od ovog teorijskog ideala delovaće negativno na stepen sigurnosti banke. Ovde, pre svega, mislimo na nekompetentnost, neobjektivnost ili neodlučnost regulatora.

6. IZAZOVI POSLEDNJEG KRIZNOG INCIDENTA ZA PRIMENJENA ORGANIZACIONO-VLASNIČKA REŠENJA

Ubrzano oticanje likvidnosti iz bankarskog sistema Republike Srbije, koje se dogodilo sredinom jeseni 2008. godine, uz istovremen pritisak na devizne rezerve i nivo deviznog kursa nacionalne valute, predstavljaju karakteristična obeležja kombinovane valutno-bankarske krize. Reakcijom monetarnih vlasti, ali i izvesnim izmenama u poreskom zakonodavstvu kao i proširenjem stepena garancije depozitnih obaveza banaka ovaj inicijalni udar je stišan, ali je pritisak na devizni kurs, kao i na devizne rezerve i dalje nastavljen, doduše u manje akutnom obliku.

Zvanična procena stabilnosti bankarskog sektora Srbije, koja nam je bila dostupna [IMF, 2006], zbog toga što ne obuhvata efekte poslednjih događanja ne naglašava dovoljno negativne strane inozaduživanja, čiji su nosioci gotovo u celini bile banke u vlasništvu nerezidenata [Marinković,

2008, p. 148]. U samom izveštaju unete su procene koje je poslednji razvoj događaja demantovao, npr. u osvrtu na ulogu „stranih“ banaka autori navode „[s]ve dok mogu ostvarivati visoke profite [na lokalnom tržištu – *primedba autora*] strane banke u Srbiji će verovatno imati neometen pristup dodatnom kapitalu kod svojih matica, s obzirom da je udeo lokalnih operacija u ukupnoj kreditnoj aktivnosti međunarodnih bankarskih grupa mali. Njihova nesporna snaga i snažna reputacija sprečiće da dođe do sistemskog gubitka poverenja kod deponenata“. Ubrzano povlačenje depozita najoštrije je pogodilo upravo „strane“ banke, što znači da je procena o reputaciji ovih banaka na lokalnom tržištu bila potpuno pogrešna pretpostavka. Drugi deo konstatacije takođe je sporan. Povlačenje resursa sa lokalnog tržišta, po osnovu kreditnih aranžmana sa bankama-članicama grupe, suprotno pretpostavljenoj daljoj kreditnoj podršci, pokazalo se kao glavni kanal kojim su zaoštreni uslovi na kreditnom tržištu Srbije, izvršen udar na devizne rezerve i devizni kurs. U Izveštaju se kao glavna opasnost za stabilnost domaćeg bankarskog sistema pominje *kreditni rizik* indukovano nepovoljnim promenama na međunarodnom kreditnom tržištu (kamatni rizik) i depresijacijom domaće valute (valutni rizik). Ovaj kanal uticaja će svakako imati značajnu ulogu u daljem razvoju događaja.

Izveštaj koji je Međunarodni mo-

netarni fond radio za Hrvatsku u velikoj meri sadrži ublažen optimizam u pogledu uloge „stranih“ banaka u održanju stabilnosti bankarskog sektora Hrvatske. Razlog za ovako izmenjen stav su novi momenti koje je donela globalna finansijska kriza. U ovom izveštaju koji je objavljen u maju 2008. godine, uneta je sledeća konstatacija [IMF, 2008, p. 14]: „Oslonac na strane izvore povećao je osetljivost na „uvozne“ rizike, posebno imajući u vidu visoku koncentraciju izloženosti (uglavnom Austrija, Italija i Francuska). Problemi u matičnim bankarskim grupama mogli bi biti preneti na lokalne banke Ipak, pored ove rezerve, i dalje se zadržava optimizam u pogledu postojanosti kreditnih odnosa unutar grupe, pa se dalje navodi: „Mada zbog rizika gubitka reputacije matične banke verovatno neće prestati da podržavaju svoja zavisna društva na lokalnom tržištu, nivo i stepen ove podrške bi zavisio od opštih uslova na tržištu, pa se ne može pouzdano pretpostaviti“.

Bankarski sistemi Srbije i Hrvatske su u velikoj meri slične strukture. U oba sistema banke u vlasništvu nezidenata kontrolišu glavninu bankarskog tržišta. Značajan stepen internacionalizacije domaćih bankarskih sektora u oba slučaja išao je preko uvoza kreditnog kapitala, zbog čega je visok stepen evrizacije bilansa bankarskog sektora (na strani izvora, kao i na strani plasmana) doveo do značaj-

ne osetljivosti ekonomskog sistema na depresijaciju deviznog kursa, ali i rast evro-kamatnih stopa.

Indikatori profitabilnosti (prinos na aktivu i prinos na sopstvena sredstva) pokazuju vrlo slične vrednosti. U Hrvatskoj iznosi 1,6 % i 11,8 % redom, dok u Srbiji isti indikatori iznose 2,6 % i 11,5 %. Solventnost bankarskog sektora Srbije⁵ nešto je viša, ali je srazmerno višim procenjen i stepen ugroženosti naplate potraživanja. Bazelski standard kapitala u Hrvatskoj iznosi 16,1 %, dok u Srbiji iznosi 28,1 % rizikom ponderisane aktive. Udeo obaveza izraženih u stranim valutama u ukupnim obavezama bankarskog sektora Hrvatske iznosi 73,8 %, dok u bankarskom sistemu Srbije iznosi 46,7 % bilansne sume, od čega na inokredite otpada 6,2 %.

Mada u prethodnim godinama Srbija beleži visok rast kreditne aktivnosti, udeo kredita u bruto domaćem proizvodu višestruko je niži nego npr. u Hrvatskoj (gotovo tri puta). Daleko povoljniju poziciju bankarski sistem Srbije zadržava i u pogledu zaduženosti sektora domaćinstava. U Hrvatskoj finansijski dug domaćinstava prevazilazi 40 % bruto domaćeg proizvoda, dok je u Srbiji ovaj indikator svega oko 12 %. Ipak, stepen zaduženosti ovog sektora deluje

visoko ukoliko se ima u vidu da prosečna zaduženost korisnika kredita u Srbiji iznosi 8,7 prosečnih zarada, tj. deset potrošačkih korpi [Narodna banka Srbije, 2008b, p. 26].

Kako se prenos kriznih signala sa globalnog finansijskog tržišta na lokalna tržišta najpre ispoljava kroz krizu likvidnosti važan utisak o stabilnosti jednog internacionalizovanog finansijskog sistema je i njegova pozicija likvidnosti. Udeo likvidne aktive u ukupnoj aktivu u Hrvatskoj iznosi 11,1 %, dok sličan podatak za Srbiju, dobijen zbrajanjem pozicija gotovine, gotovinskih ekvivalenata, depozita kod Narodne banke Srbije (NBS) i hartija od vrednosti koje se mogu refinansirati kod NBS, iznosi čak 35,7 %. Ovo je posledica kako intenzivne upotrebe instrumenta obavezne rezerve, ali i popularnosti repo operacija Narodne banke Srbije. S druge strane, ukupan iznos obaveza bankarskog sektora, sa uključenim međubankarskim obavezama, učestvovao je u bilansnoj sumi sa 75,9 %. Najveći deo ovih obaveza može biti lako transformisan u obaveze plative po zahtevu. Depoziti čine 59,7 % ukupne bilansne sume. Od toga je samo 7,5 % sa rokom dospeća dužim od jedne godine. Čak 51,8 % ukupnih depozita (30,9 % bilansne sume) dospeva po viđenju, a 40,7 % (24,3 % bilansne sume) sa rokom kraćim od godinu dana. Pri tome, depoziti u stranoj valuti čine oko dve trećine ukupnih depozita ili 40,5 %

⁵ Podaci koje upoređujemo za Srbiju se odnose na polovinu 2008. godine, a za Hrvatsku na kraj 2007. godine.

bilansne sume. Da bi sudili o valutnoj strukturi bilansa bankarskog sektora, ovome bi trebalo dodati i kreditne obaveze prema inostranstvu, koje dostižu 6,2 % bilansne sume.

Kao što vidimo, iznos sredstava koji može biti momentalno povučen iz bankarskog sektora, u najgorem scenariju, gotovo je dvostruko veći od iznosa momentalno raspoloživih sredstava. Situacija je još nepovoljnija kada govorimo o raspoloživim deviznim sredstvima bankarskog sektora i maksimalno mogućim zahtevima za isplatom deviznih sredstava prema bankarskom sektoru. Ne raspoložemo podatkom o ukupnom iznosu likvidne devizne aktive bankarskog sektora, ali se indirektno može proceniti da on predstavlja veći deo pozicije ukupnih likvidnih resursa (ukupno 35,7 % bilansne sume).

Dakle, u najgorem scenariju (rasplamsana kriza likvidnosti) bankarski sektor Srbije bi mogao da ostane gotovo bez tri četvrtine svojih resursa, od čega više od polovine predstavlja ju i prava na deviznu isplatu. Ukupnu sliku komplikuje i visok iznos vanbilansnih pozicija, koje prevazilaze bilansnu sumu za dvadesetak procenata, a o čijoj strukturi nema dovoljno objavljenih podataka.

Metodološki korektna procena stabilnosti bankarskog sektora Srbije svakako bi trebala uključiti i neku formu scenario analize (engl. *stress testing*). Izvesne elemente za prime-

nu ove analize već smo dali u prethodnom razmatranju. Puna analiza je izvan okvira interesa ovog rada, ali u njenoj eventualnoj izradi svakako treba analizirati uticaj najverovatnijih nepovoljnih promena na stanje solventnosti i likvidnosti bankarskog sektora. Sličnom analizom [IMF, 2008, Table 3, p. 18], obavljenom za slučaj Hrvatske, ustanovljeno je da bi u slučaju dovoljno jakog eksternog šoka⁶, npr. povlačenja inokapitala sa pratećim obeležjima: depresijacije nacionalne valute za 30 %, rasta referentne kamatne stope u nacionalnoj valuti za 300 osnovnih poena (postojeći nivo plus 3 %) i povećanja učešća plasmana sa smanjenom naplativošću za dva i po puta, obara nivo solventnosti ispod 10 % u bankama koje zajedno kontrolišu preko 55 % aktive. Takođe, u slučaju značajnijeg povlačenja sredstava (engl. *bank run*), npr. 35 % svih obaveza, 26 banaka sa aktivom koja iznosi četiri petine aktive bankarskog sektora imaće udeo likvidne aktive ispod 10 % ukupne aktive. Kako izgleda bankarski sistem Srbije u ovoj komparaciji ne zavisi toliko od uticaja pretpostavljenih promena na

⁶ Analizom su obuhvaćeni sledeći šokovi: usporavanje privrednog rasta u evrozoni, usporavanje ili reverzija tokova inokapitala, rast svetskih kamatnih stopa, kao i povlačenje sredstava iz banaka u većoj meri

solventnost i likvidnost bankarskog sektora, koji je u pogledu oba kriterijuma bolje pozicioniran od hrvatskog, već upravo od toga koliko je verovatan ovako intenzivan šok, što debatu o stabilnosti pomera izvan okvira uobičajenog za metodološki ograničenu kvantitativnu scenario analizu.

Iskustva iz jesenje krize pokazala su da je bankarski sistem Srbije, zahvaljujući visokim obaveznim rezervama, ali i visokim deviznim rezervama (veliki deo deviznih rezervi potiče upravo po osnovu obaveze izdvajanja rezervi na stanje deviznih obaveza banaka) sposoban da podnese i vrlo jake udare na likvidnost. Od početka oktobra do polovine novembra 2008. godine iz bankarskog sistema Srbije povučeno je oko jedne milijarde evra devizne štednje, što iznosi skoro petinu njenog nivoa pre krize. U istom periodu Narodna banka Srbije je izgubila oko 1,5 milijardi evra deviznih rezervi. Nakon gotovo pola godine uzdržavanja od intervencija na međubankarskom tržištu NBS se ponovo pojavila sa značajnim intervencijama (prodajama strane valute) na deviznom tržištu, podižući učešće na gotovo 50 % ukupnog prometa [Jelašić, 2009].

Pozicija „stranih” banaka u ovom incidentu bila je značajno nepovoljnija od pozicije ostalih banaka. One su oštrije pogođene padom nepoverenja građana, ali i dodatno uzdrmane po-

vlačenjem ranije odobrenih kreditnih resursa od matičnih grupa. Po izvesnim saopštenjima u danima najintenzivnijih povlačenja depozita došlo je čak i do izvesne podrške od strane matičnih grupa, ali je kasnije usledilo znatno povlačenje sredstava i pritisak na domaće devizno tržište. O uticaju ostalih egzogeno generisanih šokova, preko depresijacije dinara i rasta kamatnih stopa na nivo kreditnog rizika i time solventnost banaka, još uvek je rano suditi. Po pomenutom izveštaju [IMF, 2006, Table 3, p. 12] zaključujemo da je koncentracija plasmana umanjenog stepena naplativosti niža kod bankarskih organizacija u vlasništvu stranih pravnih i fizičkih lica, pa će u pogledu eventualne krize solventnosti ove organizacije pokazati nešto veću otpornost od ostalih banaka.

ZAKLJUČAK

Izvesna liberalizacija kapitalnih transakcija uvedena nedavnom izmenom zakonskog okvira omogućila je razvoj različitih kanala internacionalizacije u bankarskoj i finansijskoj sferi. Međutim, kod strategije prisustva stranog bankarskog kapitala na tržištu Srbije dalje je dominantan model osnivanja banaka u Srbiji kao zemlji priliva kapitala. Prisustvo preko filijala stranih banaka, kao alternativa, trenutno nije omogućeno odgovarajućim zakonskim rešenjima. Da bi

ovaj kanal dao odgovarajuće efekte potrebno je da na relaciji zemlje plasmana kapitala i zemalja porekla kapitala budu ispunjeni odgovarajući uslovi. To su visokoharmonizovani sistemi kontrole, kompetentna i odgovorna regulatorna tela, kao i prilično ujednačen stepen razvijenosti bankarskog i finansijskog sektora. Što se tiče prvog uslova on se ne bi mogao smatrati preprekom za uvoz bankarskih usluga preko ogranaka stranih banaka u zemlji. Naš sistem regulacije je u fazi intenzivne izgradnje i usklađivanja sa rešenjima koja su u primeni u Evropskoj uniji. Kompetencija i odgovornost evropskih regulatornih tela svakako nije niža od one koja postoji u domaćem sistemu, a što se tiče eventualne potrebe da se „zaštiti domaći bankarski sektor” ona je teorijski neutemeljena, a uz to se nije pokazala ni kao dovoljno efikasna i u postojećem sistemu ograničenja.

Bankarski kapital se do sada kretao isključivo u jednom smeru, ka Republici Srbiji kao primaocu kapitala. Sigurnost deponenata i ostalih poverilaca banaka u stranom vlasništvu na domaćem bankarskom tržištu biće proizvod nekoliko faktora. Obima raspoloživog akcionarskog kapitala, objektivnosti u proceni ekonomske vrednosti tog kapitala, značaja eksternih institucionalnih garancija (izdašnost osiguranja depozita i ostalih podsistema infrastrukture sigurnosti)

i konačno, eventualnih internih garancija proširenih iznad visine kapitala. Neki od ovih elemenata favorizuju jedno a neki drugo organizaciono rešenje. Odluka zbog toga nije jednostavna i takođe zavisi od niza okolnosti specifičnih za našu državu. Zbog toga se u oblikovanju institucionalnog okvira u oblasti koja je značajna za internacionalizaciju bankarskog sektora moraju procenjivati sledeći efekti: a) relativna kompetentnost i odgovornost regulatornih tela, b) relativni značaj lokalnih i globalnih ekonomskih šokova u budućnosti, c) zemlja porekla i individualne karakteristike stranih banaka koje posluju ili će poslovati na domaćem bankarskom tržištu.

Nedavni valutno-bankarski krizni incident koji je obeležio ekonomsku dinamiku na jesen 2008. godine, ukazao je na potencijalnu opasnost eksternih šokova za stabilnost internacionalizovanog bankarskog sistema, a takođe stavio pod znak pitanja često preneglašen značaj posledica koje problemi u lokalnim članicama mogu imati na reputaciju internacionalizovanih bankarskih grupa. Ovo ukazuje da kapital zaista može imati „nacionalnost”. Takođe, poslednja dešavanja potvrdila su superiornost trenutno primenjenih organizacionih rešenja i odložila razmatranja o njihovoj izmeni bar do značajnije promene lokalnog i globalnog ekonomskog ambijenta.

LITERATURA

1. Aliber Z. Robert [1984] „International banking: A survey“, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 16 (4): 661-678.
2. Allen Linda and Anthony Saunders [1993] „Forbearance and valuation of deposit insurance as a collable put“, *Journal of Banking and Finance*, 17: 629-643.
3. Arsić Miodrag [2007] „Poslovanje preduzeća nerezidenata u Republici Srbiji“, *Finansije*, 1 – 6: 188-217.
4. Boot W. A. Arnoud and Anjan V. Thakor [2008] „The accelerating integration of banks and markets and its implications for regulation“, in Allen Berger and Philip Molyneux (eds.) *The Oxford Handbook of Banking* (forthcoming).
5. Caprio Gerard Jr. and Daniela Klingebiel [1996] „Bank insolvency: bad luck, bad policy, or bad banking?“, World Bank, *Annual World Bank Conference on Development Economics*.
6. Feltenstein Andrew and Roger Lagunoff [2005] „International versus domestic auditing of bank solvency“, *Journal of International Economics*, 67: 73-96.
7. Focarelli Dario and Alberto Franco Pozzolo [2008] „Cross-border M&A in the financial sector: Is banking different from insurance?“, *Journal of Banking and Finance*, 32: 15-29.
8. Geršl Adam [2007] „Foreign banks, foreign lending and cross-border contagion: Evidence from the BIS data“, *Czech Journal of Economics and Finance*, 57 (1-2): 27-40.
9. Giddy H. Jan [1983] „The theory and industrial organization of international banking“, in Robert G. Hawkins et. al (eds.) *The internationalization of financial markets and national economic policy, Research in International Business and Finance*, 3: 195-243.
10. Goodman S. Laurie [1984] „Comment on International banking: A survey“, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 16 (4): 678-684.
11. Haas de Ralph and Iman van Lelyveld [2006] „Foreign banks and credit stability in Central and Eastern Europe: A panel data analysis“, *Journal of Banking and Finance*, 30: 1927-1952.
12. International Monetary Fund [2006] „Serbia and Montenegro: Serbia – Financial System Stability Assesment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Monetary and Financial Policy Transparency, Banking Supervision, and

- Payment Systems“, IMF *Country Report* 06/96, March.
13. International Monetary Fund [2008] „Republic of Croatia: Financial System Stability Assessment – Update“, IMF *Country Report* 08/160, May.
 14. Jelašić Radovan [2009] „Aktuelna monetarna i makroekonomska kretanja – januar 2009. godine“, <http://www.nbs.org>
 15. Keren Michael and Gur Ofer [2002] „Globalization and the role of foreign banks in economies in transition“, TIGER *Working Paper Series*, 32, Warsaw, November.
 16. Keynes John Maynard [1931 (1971)] „The consequences to the banks of the collapse in money values“, in Essays in Persuasion, The collected writings: Volume IX, *The Royal Economic Society*, London (UK).
 17. Kraft Evan [2003] „Strane banke u Hrvatskoj: iz druge perspektive, Hrvatska narodna banka“, *Istraživanja* I-12, februar.
 18. Marinković Srđan [2004] „Designing an incentive-compatible safety net in a financial system in transition: The case of Serbia“, *Discussion Paper* 35, South East Europe Series, Center for the Study of Global Governance, London School of Economics and Political Science, London (UK) June.
 19. Marinković Srđan [2007] *Mikrostruktura finansijskih tržišta: savremena teorija trgovanja*, Ekonomski fakultet, Niš.
 20. Marinković Srđan [2008] „*Finansijsko tržište i finansijske institucije u Republici Srbiji*“, Ekonomski fakultet, Niš.
 21. Marinković Srđan and Ognjen Radović [2005] „The effects of foreign banks’ entry on Serbia’s banking system: A test on interest margin data“, *Sixth International Conference Enterprise in Transition*, Faculty of Economics Split, 26-28. May, Bol-Split, Croatia, 1645-1660.
 22. Moshirian Fariborz [2004] „Financial services: Global perspectives“, *Journal of Banking and Finance*, 28: 269-276.
 23. Narodna banka Srbije [2007a] *Bankarski sektor u Srbiji: Izveštaj za treći kvartal 2007. godine*, Sektor za kontrolu poslovanja banaka, novembar.
 24. Narodna banka Srbije [2007b] „Odluka o načinu, rokovima i obrascima za evidentiranje kreditnih poslova sa inostranstvom“, *Službeni glasnik RS*, br. 9/2007.
 25. Narodna banka Srbije [2008] *Uputstvo o elektronskom dostavljanju podataka banaka Na-*

- rodnoj banci Srbije o kreditnim odnosima sa inostranstvom.*
26. Narodna banka Srbije [2008b] *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu 2007.*
27. Røben Volker [2006] „The regulation of financial services in the European Union”, in Rainer Grote and Thilo Marauhn (eds.) *The regulation of International Financial Markets: Perspectives for reform*, Cambridge University Press, Cambridge, (UK) 115-140.
28. Roskić Jasmina [2007] „Pravni i institucionalni okvir za podsticanje i zaštitu inostranih ulaganja u Srbiji“, *Finansije*, 1 – 6: 28-43.
29. Roullet Richard [1997] „Governance issues and banking system soundness“, in Charles Enoch and John H. Green (eds.) *Banking soundness and monetary policy: issues and experiences in the global economy*, IMF.
30. Zakon o bankama, *Službeni glasnik RS*, br. 107/2005.
31. Zakon o deviznom poslovanju, *Službeni glasnik RS*, br. 62/2006.
32. Zakon o osiguranju depozita, *Službeni glasnik RS*, br. 61/2005.
33. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, *Službeni glasnik RS*, br. 47/2006.

Rad primljen: 03. 04.2008.

UDK: 336.1.07(497.11);005:336.76

JEL: E-23

Stručni rad

INVESTICIONI FONDOVI SA OSVRATOM NA ZAKON O INVESTICIONIM FONDOVIMA REPUBLIKE SRBIJE

INVESTMENT FUNDS WITH A VIEW TO THE LAW ON INVESTMENT FUNDS OF THE REPUBLIC OF SERBIA

Prof. dr Ljiljana LUČIĆ

**Fakultet za evropske pravno-političke studije, Sremska Kamenica,
Univerzitet Singidunum, Beograd**

Rezime

U Republici Srbiji je u 2006. godini donet Zakon o investicionim fondovima. U našem finansijskom sistemu investicioni fond je potpuno nova finansijska institucija. To je finansijski posrednik na finansijskom tržištu koji prikuplja i investira prikupljena novčana sredstva u različite vrste imovine sa ciljem da ih uveća. U zavisnosti od investicionog cilja fonda, nivo rizika investicija varira. Stoga postoje različita očekivanja, ali i povraćaji i zarade na uložena sredstva. U ovom članku se objašnjava razvoj i funkcionisanje različitih investicionih fondova u svetu i fondova koji su predviđeni našim zakonodavstvom.

Ključne reči: INVESTICIONI FONDOVI; FINANSIJSKO TRŽIŠTE; HARTIJE OD VREDNOSTI; ZAKON O INVESTICIONIM FONDOVIMA R SRBIJE

Summary

In our country in 2006 The Law of Investment Funds was adopted. In our financial system, this is a completely new financial institution. Investment funds is a type of financial intermediation on the financial market, which gathers and invests collected means into different sorts of assets with the aim to enlarge them. Depending on the investment goal of the fund the level of risk of the investment varies. Therefore there is a different amount of invested expected as well as returns and profit of invested funds. In this article will be explained the dynamics and functioning of different types of investment funds in the world market with the emphasis of the implementation of investment fund law and regulation in our country.

Key words: INVESTMENT FUNDS; FINANCIAL MARKETS; FINANCIAL INTERMEDIATION SECURITIES ASSET; THE LAW OF INVESTMENT FUNDS OF THE REPUBLIC OF SERBIA

UVOD

Investicioni fondovi su finansijski posrednici na finansijskom tržištu, koji prikupljaju i investiraju prikupljena novčana sredstva u različite vrste imovine sa ciljem ostvarenja i uvećanja profita. U zavisnosti od investicionog cilja Fonda, stepen rizika investicija je različit, tako da je različita visina očekivanog i ostvarenog povraćaja na uložena sredstva. U 2006. godini, u nas je usvojen Zakon o investicionim fondovima čime se mesto, uloga i značaj pojedinih finansijskih posrednika i finansijskih instrumenata značajno menja.

Investicioni fondovi, zbog principa na kojima posluju, sami po sebi mogu da podstaknu razvoj i aktivno funkci-

onisanje sekundarnog tržišta HoV sa svim prednostima i rizicima koji iz toga proizilaze. S obzirom da su investicioni fondovi veoma kompleksna tema, bavićemo se samo vrstama investicionih fondova kako u svetu tako i onima koji su predviđeni našim zakom. Razlog tome je što ne postoje najbolji fondovi i najbolja rešenja. Postoje samo različite mogućnosti koje su u jednom momentu valjane, a već u narednom mogu biti manje prikladne.

U prvom poglavlju *Finansijska tržišta* obradićemo mesto i ulogu investicionih fondova u finansijskom sistemu sa osvrtom na američke i evropske prilike; u drugom poglavlju pod naslovom Osnovni koncept in-

investicionih fondova obradiće se istorijat, princip funkcionisanja i najvažnije vrste investicionih fondova koji posluju na finansijskom tržištu; u trećem delu rada Mlada tržišta i investicioni fondovi obradiće se uloga i značaj investicionih fondova za zemlje nerazvijene tržišne privrede, odnosno mlada tržišta i njihovo ponašanje na ovim tržištima; u četvrtom delu rada Zakon o investicionim fondovima Republike Srbije obradićemo fondove koji su predviđeni u našem zakonu. U zaključnom delu rada biće izložena ideja da je za naše uslove najsigurnije ulagati u zakonom najregulisanije otvorene investicione fondove.

1. FINANSIJSKO TRŽIŠTE

Finansijsko tržište je mesto gde se susreću ponuda i tražnja finansijskih sredstava. Ono ima ključnu ulogu u povezivanju onih koji imaju višak slobodnih sredstava sa onima kojima sredstva nedostaju. Akteri na finansijskom tržištu uvek imaju isti motiv: sticanje sredstava, održanje i uvećanje vrednost raspoloživih sredstava. Tradicionalno se polazi od pretpostavke da je stanovništvo najveći „zajmodavac“, a privreda najveći „zajmoprimac“. Na finansijskom tržištu veza između zajmodavaca (štediša) i zajmoprimaca može da se uspostavi direktnom trgovinom preko tržišta hartija od vrednosti (akcija

i obveznica)¹ i preko posrednika. Posrednici na finansijskom tržištu mogu biti depozitne ili nedepozitne finansijske institucije. Depozitne finansijske institucije su banke, dok su nedepozitne finansijske institucije osiguravajuće i razne druge finansijske kompanije i razne vrste fondova (penziona, investicioni, fondovi tržišta novca). Osnovna razlika između depozitnih i nedepozitnih finansijskih institucija je što su banke finansijske institucije koje imaju moć da multiplikacijom depozita kreiraju novac i odobravaju kredite pa su zato ne samo strogo regulisane zakonskim propisima nego su i pod neposrednom kontrolom centralne banke. Za razliku od banaka nedepozitne finansijske institucije nemaju moć kreiranja novca, ali zato imaju

¹ Postoji mnoštvo različitih vrsta hartija od vrednosti ali na tržištu kapitala postoje dve osnovne: akcije i obveznice. Takođe postoje i različite vrste akcija i obveznica međutim zajednička karakteristika svih akcija je da su to vlasničke hartija od vrednosti, a obveznicama da su to dugovne hartije od vrednosti; povraćaji od akcija su dividende, a na obveznice kamate; na povraćaje od ulaganje u hartije od vrednosti utiče bonitet emitenata ali i tržišna kretanja; sa promenom tržišnih kamatnih stopa direktno se menja cena obveznica : sa rastom kamatnih stopa na tržištu cena obveznice pada i obratno, sa padom kamatnih stopa na tržištu cena obveznica raste;

zakonsko pravo da prikupljaju i plasiraju slobodna finansijska sredstva na finansijskom tržištu, odnosno posreduju saglasno zakonskim propisima koji regulišu njihovu aktivnost.

Mogućnosti koje finansijsko tržište pruža u kanalisanju sredstava od i prema pojedincima, preduzećima, korporacijama, institucijama i drugim privrednim i pravnim subjektima u različitim zemljama su različito iskorišćena. To zavisi ne samo od aktuelnih zakonskih propisa, nego i od navika, tradicije i očekivanja aktera finansijskog tržišta. Tako, na primer, američka privreda se razvijala dominantno preko tržišta hartija od vrednosti dok se evropska privreda dominantno razvijala preko kreditnog tržišta. Američki zakoni su sve do 1999. godine, strogo razdvajali poslovanje komercijalnog od investicionog bankarstva, dok je evropsko bankarstvo negovalo univerzalnu banku. Američki građanin je tradicionalno ulagao u hartije od vrednosti, Evropljanin se pre opredeljavao za bankarski depozit. Američke korporacije su sve do 80-ih godina nedostajuća sredstva primarno obezbeđivale emisijom vrednosnih papira, dok su evropske kompanije to činile putem bankarskih kredita. Tako se na osnovu podataka za period od 1970. do 1996. godine, može istaći da su se spoljni izvori sredstava obezbeđivali: preko tržišta bankarskih kredita u SAD sa oko 40%,

u Nemačkoj sa oko 78% i u Japanu sa oko 88%; preko nebankarskih pozajmica u SAD sa oko 15%, i u Nemačkoj sa oko 10% (Japan nema takvih izvora sredstava); emisijom obveznica u SAD sa oko 35%, u Nemačkoj sa oko 8% i u Japanu sa oko 19% i emisijom akcija u SAD sa oko 10%, u Nemačkoj sa oko 4% i u Japanu sa oko 2%.² Proces liberalizacije³, globalizacije⁴ i pojave raznih vrsta finansijskih inovacija⁵, finansijskih

² Mishkin, F.S str.171 Grafikon 2

³ Proces liberalizacije dovodi do tržišnog slobodnog formiranja kamatnih stopa i deviznih kurseva;

⁴ Iz procesa deregulacije i liberalizacije proistekao je i proces internacionalizacije i globalizacije poslovanja, formiranja međunarodnih multinacionalnih korporacija i institucija, integracije finansijskih i robnih tržišta i harmonizacije propisa;

⁵ Nakon ukidanja fiksnih deviznih kurseva u sistemu MMF kao inicijatoru svih promena koje su usledile u finansijskom okruženju nakon toga, finansijske institucije su iskazale pojačan interes za novim proizvodima. Dotadašnji način poslovanja i tradicionalni finansijski instrumenti u okruženju inflacije, promenljivih kamatnih stopa, deviznih kurseva, brzog rasta informacione tehnologije ali i zakonski propisi, posebno oni u SAD koji su striktno odvajali komercijalno od investicionog bankarstva, uticali su da finansijske institucije potraže nove izvore i načine sticanja sredstava.

derivata⁶, sekjuritizacije⁷ i ostalih finansijskih novina kao izraza promena na strani tražnje i ponude na finansijskom tržištu, pratio je uzročno posledično proces rasta rizika na finansijskim tržištima kao i potreba da se on diverzifikuje⁸ i da se njime upravlja

Najvažnije finansijske inovacije su finansijski derivati, kartice, elektronsko bankarstvo, tržište tzv. džank (junk) obveznica, komercijalnih papira, sekjuritizacija, investicioni fondovi tržišta novca, razne vrste kamatonosnih računa po viđenju.

⁶ Finansijski derivati su izvedeni vrednosni papiri, koji se obračunavaju tako što se povezuju sa prethodno emitovanim vrednosnim papirima, akcijama, obveznicama, ali i sa kamatama, devizama, robama i sirovinama. Najvažniji finansijski derivati su terminski ugovori, finansijski fjučersi, opcije i svopovi. Oni mogu biti špekulativni često ekstremno rizični.

⁷ Sekjuritizacija je proces transformacije nelikvidnih sredstava u utržive vrednosne papire koji se odvija na sledeći način: odobrava se npr. hipotekarni stambeni kredit koji sredstva „zarobljava“ na dug vremenski period; do 80-godina kamata po osnovu odobrenog kredita je bila jedini izvor profita za finansijsku instituciju; međutim proces sekjuritizacije omogućava da se isti kredit može „odmotati“ i podeliti na manje iznose i istovremeno prodati kao manji broj potraživanja drugim subjektima preko vrednosnih papira.

⁸ Diverzifikacija je zaštita od rizika, smanjenje ili eliminisanje rizika portfolia

(hedžing)⁹. Takva kretanja su uticala na pojavu i na razvoj novih finansijskih posrednika na finansijskom tržištu.

S obzirom na pojavu mnoštva novih posrednika na finansijskom tržištu danas američki zakonodavac definiše banku kao bilo koju instituciju koja može da se prijavi za osiguranje depozita koje je u nadležnosti Savezne korporacije za osiguranje depozita. Ovaj kriterij za definisanje banke još uvek nije opšteprihvaćen, ali američkom

(struktura sredstava kojom se raspolaže), preko ulaganja sredstava u vrednosne papire različitih emitenata, različite vrste i sa različitim rokovima dospeća.

⁹ Hedžing je specijalna vrsta terminskog posla čiji je cilj zaštita od rizika od promene cena na robnim, deviznim i finansijskim tržištima uopšte, na način da se ulazi u dodatni posao po istom osnovu. Terminski posao pretpostavlja prodaju i kupovinu na određeni dan u budućnosti i samim tim transaktoze izlaže riziku od gubitaka. U finansijama se kaže da se, ako se određena sredstva kupe, preuzima dugoročna pozicija, a ako se određena sredstva prodaju i ugovara njihova isporuka na određeni dan u budućnosti, preuzima kratkoročna pozicija. Hedžing uključeni rizik uvlači u finansijsku transakciju tako što dugoročnu poziciju poravnava preuzimanjem dodatne kratkoročne pozicije, ili kratkoročnu poziciju poravnava preuzimanjem dodatne dugoročne pozicije.

zakonodavcu treba verovati u proceni da je vreme da se promeni kriterij za definisanje banke i na taj način napravi jasna razlika između banke i ostalih finansijskih posrednika i jasno istakne da za sredstva bankarskih klijenata do određenog iznosa garantuje država, a da država ne garantuje za uloge u druge finansijske posrednike. Za sredstva položena na depozit u banku u većini zemalja utvrđena je zakonska obaveza osiguranja depozita do određene visine u državnoj agenciji za osiguranje depozita (visinu osiguranog depozita utvrđuje svaka država na drugačiji način), dok sredstva uložena u druge finansijske posrednike nemaju nigde u svetu ovakvu vrstu zaštite.

Kao rezultat promena u ponašanju aktera na finansijskom tržištu u SAD je u periodu od 1960. do 2004. godine došlo do značajne promene učešća pojedinih finansijskih posrednika u strukturi ukupne aktive, a što se može videti iz naredne tabele¹⁰.

O povećanom prisustvu investicionih fondova u evropskoj privredi govori podatak da u Nemačkoj (do pre jedne decenije tradicionalno okrenutoj kreditnom tržištu i negovanju zdravog bankarstva) u 2003. godini postoji više od 5.000 fondova dok ih je desetak godina ranije bilo samo 500.¹¹

¹⁰ Mishkin, F.S. str. 289 Tabela 1

¹¹ Aehling, V.M (2004) *Investment funds - Klug und sinnvoll anlegen* (München, Deutscher Taschenbuch Verlag) p. 6

Navedenim promenama u značaju pojedinih finansijskih posrednika na finansijskom tržištu doprineli su određeni zakonski propisi, sama privreda i korporacije, ali i građani. Na primer, *Sistem pay as you go* (finansiranje penzija iz tekućih sredstava tako da visina penzije zavisi od odnosa između trenutnog broja penzionera i zaposlenih) uveliko je otvorio pitanje funkcionisanja državnih-javnih penzionih fondova i načina obezbeđivanja sredstava za naraslu populaciju penzionera, za buduće penzionere u nastupajućim godinama ali i za generacije za koje još ima vremena do odlaska u penziju. Privatni penzioni fondovi (vrsta fondova gde se sredstva namenski ulažu za penzije) i investicioni fondovi (zbog određenih zakonskih ograničenja u poslovanju penzionih fondova, budući penzioneri u SAD se okreću sve češće investicionim fondovima) bili su neposredan izraz potrebe, ne samo države nego i njenih građana pojedinačno, da se pored redovne penzije nađe pogodan način za obezbeđivanje dodatnih sredstava za život.

2. OSNOVNI KONCEPT INVESTICIONIH FONDOVA

Prvi investicioni fondovi osnovani su još u XIX veku a njihov razvoj se beleži sve do krize 1930-ih godina koja je ostavila negativne posledice i presudno uticala na nepoverenje u

FINANSIJE

Relativno učešće finansijskih posrednika u ukupnoj aktivi SAD, u periodu od 1960. do 2004. (u %)

	1960	1970	1980	1990	2004
Osiguravajuće kompanije	24,0	19,1	16,0	17,4	17,0
Privatni penzioni fondovi	6,4	8,4	12,5	14,9	13,8
Državni penzioni fondovi	3,3	4,6	4,9	6,7	6,7
Finansijske kompanije	4,7	4,9	5,1	5,6	4,6
Investicioni fondovi	2,9	3,6	3,6	10,5	22,6
Banke	58,7	59,4	57,9	44,9	35,3

ovu vrstu finansijskih institucija. Međutim, posle Drugog svetskog rata ideja o investicionim fondovima postala je ponovo popularna u Velikoj Britaniji i SAD, dok je kontinentalna Evropa bila mnogo opreznija. U Nemačkoj je tek 60-ih godina ova vrsta institucija ponovo počela da se razvija. Taj polet je bio kratkog daha zbog propasti međunarodnog fonda *Barnie Cornfield* sa čijim bankrotom su nemački građani 70-ih godina izgubili novčana sredstva u vrednosti današnjih pola milijarde evra.¹² Nemačka je taj problem rešila time što je donela sopstveni zakon o poslovanju za ove vrste institucija, zabranila po-

slovanje određenih fondova na njenoj teritoriji i na taj način izbegla ponavljanje skandala ali i povratak poverenja svojih građana u ovu vrstu finansijskih posrednika.

Danas u svetu postoji mnoštvo fondova koji se međusobno razlikuju po ciljevima poslovanja. U zavisnosti od cilja poslovanja fonda, različiti su stepen rizika koji se preuzima ulaganjem sredstava preko njih i povraćaji na uložena sredstva. Ono što im je zajedničko je princip na kome posluju. Uplaćujući sredstva u fond, ulagači stiču učešće u kapitalu fonda, a portfolio menadžer (odgovorno lice za upravljanje sredstvima fonda) sredstva plasira u razne vrste hartija od vrednosti i imovine uopšte. Akteri na finansijskom tržištu, koji raspolažu sredstvima mogu i bez posrednika da

¹² Aehling, V.M (2004) *Investment funds - Klug und sinnvoll anlegen* (Munchen, Deutscher Taschenbuch Verlag) p. 4

trguju na tržištu hartija od vrednosti, međutim, oni to uglavnom ne čine zato što nemaju dovoljno znanja o tržištu i hartijama od vrednosti i zato je investicioni fond i njegov portfolio menadžer bolji izbor. Postavlja se pitanje zašto sredstva uložiti u fond, a ne u banku. Za razliku od oročavanja sredstava u banku, ulaganje sredstava u vrednosne papire ima određenih prednosti. Kako investicioni fondovi ulažu sredstva u hartije od vrednosti, sredstva uložena u njih, za razliku od štednog ili oročenog depozita mogu da se povuku u svakom momentu kada ulagač hoće da ih povuče i to uvećana za ostvareni pripadajući povraćaj (kamata, dividenda, kapitalni dobitak) za vreme dok su sredstva bila investirana.

U SAD su do pre 1970-ih godina investicioni fondovi uglavnom investirali sredstva u obične akcije i preko ovih vlasničkih papira povećali svoje učešće na tržištu. Fondovi koji preferiraju investiranje u obične akcije mogli su da se specijalizuju za određenu vrstu privredne aktivnosti. Međutim, nakon 1970-ih godina, investicioni fondovi počinju da investiraju sredstva u dugovne hartije od vrednosti, koje se od tada veoma brzo razvijaju, kako po broju i vrednosti tako i po vrsti. Proces razvoja dugovnih vrednosnih papira prati specijalizacija investicionih fondova na određene dugovne instrumente, pa tako, na primer, neki ulažu dominantno u korporativne

obveznice, neki u državne ili opštinske obveznice, neki u one državne koje su oslobođene od plaćanja poreza, neki u kratkoročne a neki u dugoročne obveznice. Investicioni fondovi se mogu izgraditi kao otvoreni i zatvoreni investicioni fondovi (našim zakonom¹³ je predviđeno osnivanje otvorenih, zatvorenih i privatnih investicionih fondova), a pored ove dve osnovne strukture investicionih fondova, fondovi se mogu osnovati i kao investicioni fondovi tržišta novca, privatni penzioni fondovi, hedž fondovi, fondovi za finansiranje preduzetničkih poduhvata-FPP¹⁴, itd.

Najčešći investicionih fondovi su otvoreni fondovi u kojima su ulogi uvek otkupljivi po ceni koja je vezana za vrednost aktive fonda. Za razliku od njih, zatvoreni fondovi posluju sa fiksnim brojem neotkupljivih uloga koji se stiču po inicijalnoj ceni, a nakon toga se sa njima trguje kao sa običnim akcijama. Tržišna vrednost ovih uloga fluktuiraju saglasno vrednosti aktive fonda, ali može biti ispod ili iznad vrednosti sredstava fonda. U

¹³ Zakon o investicionim fondovima Sl. glasnik RS br. 46/06

¹⁴ Venture funds - Fondovi za finansiranje visokorizičnih preduzetničkih poduhvata, gde se sredstva plasiraju pod visokim stepenom rizika, ali je zato očekivani povraćaj enormno velik i moguć ako se preduzetnički poduhvat realizuje i bude uspešan

SAD su 1971. godine dva stručnjaka Wall Streeta¹⁵ otvorila prvi investicioni fond tržišta novca¹⁶. Sredstva uložena po viđenju u ovu vrstu investicionih fondova funkcionišu poput bankarskog depozita po viđenju, dostupna su vlasnicima-deponentima uvek na zahtev. Za razliku od bankarskog depozita po viđenju koji ne nosi kamatu i na koga se obračunava obavezna rezerva, sredstva deponovana u fond su kamatonosna i ne podležu centralnobankarskoj regulaciji o obaveznoj rezervi jer pravno gledano nisu bankarski depozit (investicioni fond je nedepozitna finansijska institucija). Investicioni fond tržišta novca emituje akcije, deponenti ih kupuju po fiksnoj ceni na zahtev deponenta, ispisom čekova, ali fond uplaćena sredstva deponovana dalje plasira u veoma kvalitetne kratkoročne dugovne vrednosne papire (obveznice države na svim nivoima organizovanosti, bankarske potvrde o depozitu, komercijalne papire) i kamati ih. I na tržištu

¹⁵ Videti Mishkin, op cit str. 239

¹⁶ Za razumevanje razloga zbog koga je nastala i razvila se ova vrsta fondova treba imati u vidu da na sredstva uložena po viđenju u banku (tekući i žiro računi), banka ne plaća kamatu zato što su to sredstva deponovana kod banke, za razliku od oročenih i štednih depozita koji imaju tretman bančinih sredstava do isteka roka oročenja, te ih banka koristi kao svoja i zato na njih deponentima plaća kamatu.

kratkoročnih HoV postoje fluktuacije, međutim, kako je rok dospeća ovih vrednosnih papira obično kraći od šest meseci, promene u tržišnoj vrednosti su male, tako da se akcije ovih fondova otkupljuju po fiksnoj vrednosti. Sredstva kojima raspolažu investicioni fondovi su se povećala od 1977. godine do danas sa 4 mlrd. SAD\$ na oko 2 biliona SAD\$. Razlog tome je što je tzv. Regulacija Q kojom je zakonskim putem plafonirana visina kamatnih stopa ukinuta, i što je visina tržišnih kamatnih stopa od osamdesetih godina do danas značajno porasla, od maksimalnih 5,5% na preko 10% uz stalno variranje.

Promene načina obezbeđivanja sredstava tokom radnog veka, uticala je ne samo na pojedince nego i na finansijska tržišta, što može da ilustruje sledeći primer „U SAD je do 1980-ih godina najveći broj kompanija govorilo radnicima: dođite da radite za nas i kada odete u penziju dobijaćete penziju u visini plate koju ste ostvarili u poslednjih pet godina pre odlaska u penziju. Kompanija je bila odgovorna, da svake godine, ostavlja po strani sredstva i osigura penziju koju je obećala. Situacija se od tada značajno promenila. Danas se radnicima najčešće kaže: Dođite da radite za nas i mi ćemo vam, za svaki radni dan, dati sredstva koja ćete vi moći da investirate u vašu buduću penziju... Većina radnika dobro zna da nije dovoljno mudra i obaveštena da dobro investira ova

sredstva i zato svoja sredstva namenjena za penzionerske dane obrće preko investicionih fondova.“¹⁷ U SAD je Zakonom omogućeno osnivanje privatnih penzionih fondova, ali uz veoma strogu kontrolu njihovog rada. Radi zaštite penzionih sredstava privatnim penzionim fondovima je u odnosu na investicione fondove sužen prostor za diverzifikaciju portfolia. To je razlog zašto pojedinci povećavaju nivo svojih budućih penzionih sredstava prezimanjem većeg rizika investiranjem preko investicionih fondova. Zbog potrebe da privuku kapital, ova kva kretanja su imala značajnog uticaja na tržište vrednosnih papira i privredne subjekte.

„Najveći ulog u investicionim fondovima sa oko 80% imaju domaćinstva, dok je preostalih 20% u vlasništvu finansijskih institucija i privrednih subjekata. Značaj investicionih fondova za plasiranje štednje domaćinstava se značajno povećao. U 1980. godini je samo 6% akcija investicionih fondova bilo u posedu domaćinstava, dok je od nedavno ovo učešće povećano na oko 50%. Starosno doba ulagača u investicione fondove sa najvećim učešćem su pojedinci između 50 i 70 godina koji u tome vide smisao jer su najviše zainte-

resovani za štednju za penziju. Interesantno je da su pojedinci u dobi između 18 i 30 godina druga najaktivnija starosna grupa sa ulozima u investicionim fondovima, što sugeriše zaključak da oni imaju više tolerancije prema investicionom riziku od onih koji su nešto stariji. Rastući značaj investicionih i penzionih fondova (koji se zajedničkim imenom zovu i institucionalni investitori) za investitore je rezultirao u vlasništvu 50% ukupnog akcijskog kapitala. Tako su institucionalni investitori i najglavniji učenici na tržištu akcija sa učešćem od preko 70% u obimu dnevne trgovine. Podatak o vlasništvu nad akcijskim kapitalom ujedno znači i da institucionalni investitori imaju jaču snagu nad korporativnim obveznicama, što često vrši pritisak na promene menadžmenta i politiku korporacija“.¹⁸

Međutim, pored navedenih fondova, veoma su razvijeni takozvani hedž fondovi čije ime bi moglo da uputi na zaključak da se radi o fondovima koji najviše od svih vode računa o upravljanju rizikom portfolija sredstava. Sam naziv ovog fonda je u direktnoj suprotnosti od načina na koji oni posluju. To su fondovi koji preuzimaju veoma velike rizike u plasiranju sredstava tako da u slučaju greške u proceni portfolio menadžera, fond može da izgubi mnogo novca. Oni primenjuju tržišno neutralne strategije, ku-

¹⁷ Brigham, E.F. Gapenski, L.C. Ehrhardt, M.C. (1999) *Financial Management Theory and Practice – Ninth Edition* (The Dryden Press, USA) str.121

¹⁸ Mishkin, F.S. op. cit. str. 298

puju HoV koja im se čine jeftinim i prodaju ekvivalentne količine sličnih HoV za koje procenjuju da su prece-njene. Ove fondove je teško staviti pod kontrolu zato što često posluju offshore, na mestima na kojima su van pravosuđa jedne države. S jedne strane, država može da zaštiti svoj finansijski sistem i građane od ovih fondova zakonskim ograničenjem za banke u kreditiranju fondova, međutim, i sami investitori moraju da znaju u kakav se rizik upuštaju.

Offshore fondovi su zajednički investicioni fondovi registrovani u tzv. poreskim oazama, obično na malim ostrvima u Karibima, Evropi i Pacifiku. Države – poreska utočišta ne oporezuju ove fondove, ne prosleđuju finansijske informacije o njima drugim poreskim i finansijskim vlastima, regulišu poslovanje fondova manje strogo nego što je to slučaj u zemljama razvijene tržišne privrede u kojima su registrovani isti takvi fondovi onshore.

Na finansijskim tržištima su veoma aktivni i fondovi za preduzetničke poduhvate – FPP i fondovi za otkup (kupovinu kontrolnog paketa akcija) zrelih kompanija - FOZK (Buy-out funds). Ovi fondovi se organizuju kao ortački u kojima su obaveze ortaka ograničene na visinu kapitala koji je uložen u firmu. FPP su fondovi koji investiraju u mlade brzorastuće kompanije, dok FOZK investira u već postojeće zrele kompanije koje se

prodaju iz strukturnih razloga. Za razliku od FPP čije investicije karakterišu mali ulozi, visok stepen neizvesnosti, etapno finansiranje, investicije FOZK su jednokratne i rezultiraju u potpunoj ili većinskoj kontroli nad ot-kupljenim preduzećem. FOZK su fondovi koji zbog svog boniteta imaju pravo na kredit, tako da mogu da kupe kontrolne pakete akcija putem kredita, zaduživanjem (leveraged buyout - LBO). U proteklih 25 godina private equity, što uključuje privatne kompanije brzog rasta koje imaju nameru da započnu javnu prodaju akcija, srednja preduzeća spremna za zajednička ulaganja ili neki oblik prestrukturiranja, fondovi koji usmeravaju sredstva specijalistima za određene oblasti, dostigli su vrednost u 2007. godini od preko 1,9 triliona SAD\$ od kojih se na FOZK odnosi 63% od ove sume.¹⁹

Od 1970-ih godina, ponašanje učesnika na finansijskim tržištima najčešće se objašnjava preko teorije racionalnih očekivanja. Po ovoj teoriji ljudi formiraju svoja očekivanja na osnovu svih raspoloživih informacija. Tačna predviđanja su posebno značajna na finansijskom tržištu. Od mere u kojoj učesnici tržišta svoja očekivanja

¹⁹ Ljungqvist, A., Richardson, M., Wolfenzon, D. The Investment Behavior of buyout Funds: Theory and Evidence, *ECGI Working Paper Series in Finance No 174/2007* str. 1

izjednače sa optimalnim, zavisi da li će od trgovine sa HoV steći dobitke ili napraviti gubitke. Na osnovu ovako definisane teorije o formiranju očekivanja, razvila se hipoteza efikasnog tržišta: cene HoV na finansijskom tržištu u potpunosti odražavaju sve raspoložive informacije. Na efikasnom tržištu biće eliminisane sve neiskorišćene profitabilne prilike. Saglasno hipotezi efikasnog tržišta formirano je mišljenje o stohastičkom kretanju cene akcija koje znači da cene HoV na tržištu nije moguće predviđeti. Prema hipotezi efikasnog tržišta uzaludan je posao tražiti obrazac, odnosno neka pravila o tome kada na tržištu treba kupovati, a kada prodavati, a što radi tzv. tehnička analiza. To što neki učesnik nekada ostvari veoma visoki povraćaj ne znači da je pobedio tržište, nego samo da je imao sreće i da u budućnosti to ne mora da bude tako. Hipoteza efikasnog tržišta sugerise da investitori treba da primenjuju strategiju kupovine i čekanja – tj. da kupe akcije i drže ih neko vreme. U sprotnom od strategije stalne kupovine i prodaje profitiraju samo brokeri koji od svake trgovine ostvaruju profit. To je, između ostalog, jedan od značajnijih razloga zašto je strategija ulaganja preko investicionih fondova povoljnija od kupovine individualnih akcija. Međutim, pri izboru fonda treba imati u vidu da ne treba birati fondove koji podrazumevaju visoke provizije za operativne troškove

za upravljanje portfolijom, ili visoke brokerske provizije koje se plaćaju kod prodaje, što može biti slučaj kod zatvorenih fondova koji primenjuju strategiju stalne kupovine i prodaje. Kako prema hipotezi efikasnog tržišta niko pa ni uvek isti investicioni fond ne može stalno pobeđivati tržište, sve ukazuje na zaključak da je najbolje investirati u otvorene fondove koji naplaćuju male provizije i to na samom početku posla.

Problem je, međutim, što se ove sugestije finansijskih analitičara i istraživača u praksi ne slede. Razlog tome je, između ostalog, što se u protekle dve decenije hipoteza efikasnog tržišta nije pokazala opšteprimenjivom. Tako, na primer, mala preduzeća su u dužem vremenskom periodu ostvarivala natprosečne povraćaje, cene akcija imaju tendenciju natprosečnog rasta od decembra do januara, do preterane reakcije tržišta i promene cene akcija dolazi nakon objavljivanja određenih informacija, a cene formirane na osnovu njih menjaju se sporo, fluktuacije cena mogu biti mnogo veće od fluktuacija koje su određene njihovom stvarnom vrednošću, cene nekih akcija imaju obrnuto kretanje – akcije koje danas nose niske povraćaje u budućnosti nose velike povraćaje, cene akcija u proseku nastavljaju da rastu i nakon informacija o visokim profitima i nastavljaju da padaju nakon objavljivanja informacija o niskim profitima.

U praksi su odstupanja od hipoteze efikasnog tržišta uticala da analitičari uoče sledeći obrazac u ponašanju investitora u investicione fondove: „ 1. investira se u fondove sa jakim ranijim performansama; 2. investitori prodaju fondove sa jakim prethodnim performansama, fondove koji donose dobitke, a zadržavaju fondove koji donose gubitke; 3. generalno investitori odbija ulaganje u fondove koji naplaćuju veliku proviziju na početku posla prilikom kupovine, ali zanemaruju visinu provizije za operativne troškove koja se plaća tokom trajanja investicija i koja može biti veoma visoka. Analizom 30.000 vlasnika fondovskih sredstava u SAD za period 1990-1996. došlo se do saznanja da investicioni fondovi sa visokim provizijama za upravljanje portfolijom zarađuju niže neto povraćaje od fondova sa niskim operativnim troškovima. Pored toga sugerišu da bi investitori trebalo da kupuju fondove čije su provizije male i da prodaju, a ne da drže i čekaju sa investicijama koje donose gubitke.²⁰

Postavlja se pitanje zašto investitori umesto da prodaju, drže papire koji nose gubitke. Objašnjenje je veoma jednostavno. To se događa u situacijama kada je cena određenih vrednosnih papira veća je od njihove stvarne vred-

nosti. Te činjenice su svesni i investitori, ali oni takav papir ne prodaju. Ne prodaju ga zato što procenjuju da će u budućnosti takvu HoV prodati po većoj ceni, jer veruju da će u budućnosti doći kupac koji će biti voljan da plati veću cenu. Ovo objašnjenje je u teoriji poznato kao efekat balona i njime se objašnjava nastanak berzanskih kriza i krahova. Do krize dolazi kada očekivani kupac voljan da plati više ne dođe.

Međudržavni tokovi kao procenat BDP²¹

Država	1975	1985	1995	2005
SAD	4	35	135	290*
Japan	2	62	65	140*
Nemačka	5	33	172	280*

* Procena

Source: Deutsche Bank Inhouse Consulting
Global, based on National Balance
of Payment Date

²⁰ Barber, B.M., Odean, T., Zheng, L.: The Behavior of Mutual Fund Investors, 2000 str. 29-30

²¹ Grupa autora (2000) Excellence in Investment Banking (London, Euromoney Books) Str. 17

3. MLADA TRŽIŠTA I INVESTICIONI FONDOVI

Poslednju deceniju XX veka i prvu deceniju XXI veka karakteriše privredna kriza svetskih razmera. Posmatrano u dužem vremenskom intervalu može se tvrditi da aktuelna kriza nije nova, nego ona koja je započela slomom fiksnih deviznih kurseva u sistemu MMF 70-ih godina prošlog veka i čija kulminacija i rešenje za njeno prevazilaženje predstoji u godinama koje slede. Ono što je novo je da kriza koja traje, više ne može da se ograniči ili nekom upravljanim akcijom ograniči na jednu državu ili regiju, ona se trenutno, za svega nekoliko dana širi i zahvata države i regione veoma udaljene od mesta gde je eskalirala. Ova nova dimenzija krize izraz je vremensko prostornog skupljanja, odnosno globalizovanog sveta, koji je produkt treće tehničko-tehnološke revolucije. Treću tehničko-tehnološku revoluciju pokrenula je primena savremene informacione tehnologije, koja ima posebno značajan uticaj na kretanja i razvoj u sektoru finansija. Iz naredne tabele može se videti u kom su se obimu, mereno procentom BDP, od sedamdesetih godina XX veka do danas povećali međunarodni tokovi kapitala.

Generalno, osnovna karakteristika aktuelne krize je nestabilan nivo cena i kurseva i recesione tendencije u privrednoj aktivnosti. Inflaciona komponenta aktuelne krize koja je dominira-

la od njenih početaka 70-ih godina izgubila je značaj opšteprihvaćenim i primenjenim Vašingtonskim konsenzusom. Vašingtonski konsenzus je koncept mera za eliminisanje inflacije koji uključuje privatizaciju državnih firmi, liberalizaciju privrednih tokova i fiskalnu strogost. Recesiona komponenta krize bila je manje izražena u zemljama razvijene tržišne privrede sve do kraja XX veka zato što su te privrede u momentu kada je kriza i zvanično započela praktično bile na nivou pune zaposlenosti ljudi i kapaciteta. Recesiona komponenta bila je od samih početaka veoma izražena u zemljama nerazvijene tržišne privrede koje su i pre primene koncepta mera po pravilima Vašingtonskog konsenzusa imale problem nedovoljne i strukturno neodgovarajuće privredne razvijenosti i nedovoljne dugoročne nezaposlenosti. Problem se zaoštrio sa primenom antiinflacionih mera kojima je inflacija stavljena pod kontrolu. Negativni efekti Vašingtonskog konsenzusa su, međutim, pad privredne aktivnosti i dalje povećanje nezaposlenosti. Ove zemlje preko strategije razvoja koja se zasniva na preduzetništvu i razvoju malih i srednjih preduzeća pokušavaju da pokrenu privrednu aktivnost i povećaju zaposlenost. To čine tako što nedostajuća finansijska sredstva za privredni razvoj pokušavaju da obezbede iz inostranih izvora ne samo preko grinfild investicija (nove investicije) nego i preko

portfolio investicija (prodaja postojećih kapaciteta). Strategija obezbeđivanja nedostajućih sredstava uključuje bankarski kredit i kreditno tržište, međutim, dominantno se oslanja na tržište hartija od vrednosti. Nakon stvaranja zakonskih i institucionalnih pretpostavki za formiranje i rad tržišta hartija od vrednosti i njegovim aktiviranjem i uključivanjem i stranih investitora, danas ne govorimo o zemljama nerazvijene tržišne privrede nego o mladim tržištima - tržištima u nastajanju. Tako, na primer,²² 1970-ih godina na mlada tržišta Latinske Amerike priliv kapitala koji je dostigao maksimalan nivo 1981. godine u visini od 6% BDP tog područja, uglavnom je imao formu sindiciranih bankarskih kredita.²³ Tokom 1980-ih godina, na latinoamerička tržišta priliv kapitala preko bankarskih kredita zamenjen je stranim direktnim i portfolio investicijama. Ova promena primećena je i na mladim tržištima Azije. Bankarski krediti su od 1970-tih do 1990-tih smanjili učešće u ukupnom obimu priliva privatnog kapitala i na azijskom i na latinoameričkom tržištu sa 70% na 20%, dok je u istom

periodu učešće priliva privatnog kapitala preko direktnih investicija zadržano na jednako visokom nivou, a učešće portfolio investicija povećano na nivo od 40% (ili u apsolutnim iznosima sa 1 mlrd. SAD\$ u 1990. god. na 40 mlrd. SAD\$ u 1996. god.). Podacima je dokumentovan i zaokret u strukturi portfolio investicija iz 1994. godine kada je investiranje u obveznice počelo da premašuje investiranje u akcijski kapital. Istraživanja iz tog perioda pokazuju da je na mlada tržišta i pored navedenog trenda uočen trend pojačanog prisustva investicionih fondova koja ulažu u akcijski kapital. I uopšte, u 1990-im godinama priliv kapitala na mlada tržišta ima formu portfolio investicija i značajno povećanje učešća investicionih fondova u njihovom plasiranju. Krajem 1997. godine učešće investicionih fondova u ukupnoj vrednosti akcijskog kapitala na tržištu Latinske Amerike oscilirala je između 3% i 12%, što je uporedivo i sa učešćem investicionih fondova na tržištu akcijskog kapitala u razvijenim zemljama. Izraženo u nominalnim iznosima investicije investicionih fondova u 1997. godini u Latinskoj Americi dostigli su nivo od 40 mlrd. SAD\$, a u Aziji 77 mlrd. SAD\$. U tom periodu pojačano je prisustvo investicionih fondova i na tržištima evropskih zemalja u tranziciji. Učešće investicionih fondova u obezbeđivanju finansijskih sredstava u Mađarskoj i Poljskoj dostiglo je učešće od 20%.

²² Kaminski, G., Lyons, R., Schmukler, S., (2000) *Economic Fragility, Liquidity and Risk: The Behavior of Mutual Funds during Crises* str. 3- 4

²³ Barber, B.M., Odean, T., Zheng, L.: *The Behavior of Mutual Fund Investors, 2000* str. 29-30

Imajući u vidu finansijsku i privrednu krizu sa kraja XX veka koja je zahvatila i mlada tržišta, postalo je veoma aktuelno pitanje u kojoj meri su toj krizi doprineli ili je pojačali investicioni fondovi kao značajni učesnici na finansijskim tržištima tih zemalja. Finansijska kriza od 1990-ih godina u Evropi, Meksiku, Aziji, Rusiji i Brazilu širila se po državama i van njih brzo. Ovi događaji podstakli su mnoge analize i istraživanja kojima je bio cilj da objasne zarazno širenje krize. Literatura je obimna, ali objašnjenja veoma različita i kreću se od otkrivanja fundamentalnih pokretača „zaraze“ (unutrašnji poremećaji prenose se na države koje su međusobno zavisne, koren zaraze je neki zajednički uzrok) do nefundamentalnih bez obzira koliko racionalni bili (investitori slede instinkt horde jer je skupljanje informacija o emitentima HoV i njihovim matičnim državama skupo, te je oportunije pratiti šta rade drugi investitori koji možda imaju prave informacije i raditi šta rade i dugi učesnici na tržištu – prodavati HoV). Za razliku od tumačenja ponašanja investitora preko instinkta horde, neki analitičari su došli do zaključka da menadžeri investicionih fondova prilikom donošenja odluka ocenjuju karakteristike nacionalne ekonomije i finansijskih tržišta i da ekonomska krhkost nije jedini faktor koji „okida“ podizanje novca sa mladih tržišta. Istraživanja pokazuju da su države

koje su najviše pogođene nemirima na finansijskom tržištu ili ranjive ekonomije ili su u pitanju visokolikvidna finansijska tržišta - veoma aktivna tržišta na kojima se kupovina i prodaja obavlja uz minimalne poremećaje cena.²⁴

S obzirom da trgovina po instinktu horde, i ako nema većeg uticaja na cene, može da ima generalno negativne posledice na državu, grupa autora je na osnovu portfolija i transakcija investitora analizirala ponašanje pojedinih investicioni fondova. Istraživanja mladih tržišta u Aziji, Češkoj, Rusiji i Brazilu u vremenu krize između januara 1996. godine i decembra 2000. godine su pokazala da je instinkt horde veoma raširen među otvorenim fondovima, više nego kod zatvorenih fondova, hedž i offshore fondova, ali da nije prisutniji tokom krize više nego što je to u vremenima bez krize. Naravno, istraživanje ove strategije trgovanja obuhvatilo je samo jedan podset investitora s obzirom da celo tržište ne može da se kreće u istom pravcu – po instinktu horde. Na osnovu nalaza da se instinktom horde rukovode otvoreni fondovi, autori su izveli zaključak i da je instinkt horde možda pre obrazac ponašanja indivi-

²⁴ O tome su pisali i podacima potkrepili Kaminsky, G., Lyons, R., Schmukler, S. (2000) *Economic Fragility, Liquidity and Risk: The Behavior of Mutual Funds during Crises* schmukler@worldbank.org

dualnih investitora nego portfolio menadžera. U ovoj analizi ponašanja investicionih fondova na mladim tržištima u vremenima krize autori su došli do zaključka da investitori na finansijskom tržištu na osnovu prethodnih kretanja HoV, kupuju papire za koje očekuju rast cena i prodaju papire za koje očekuju da će im cena pasti – odnosno da primenjuju momentum strategiju. Investitori na mladim tržištima momentum strategiju primenjuju više kada prodaju nego kada kupuju, ali ne više u vremenima krize nego u vremenima bez nje.²⁵

Finansijske krize sa kraja XX veka, između ostalog, otvorile su i pitanje offshore fondova i njihovu moguću ulogu u jačanju tržišnih kolebanja na mladim tržištima. Grupa autora analizirala je ponašanje offshore investicionih fondova u poređenju sa onshore u SAD, V. Britaniji, Singapuru i Hongkongu. Analiza je vršena da bi se ispitala tačnost ubeđenja da offshore fondovi upravljaju portfolijom agresivnijim strategijama: 1. trguju po principu pozitivne povratne sprege (positive feedback trading) - masovno kupuju kada cene akcija rastu i masovno prodaju kada cene vrednosnih papira

²⁵ Borensztein, E., Gelos, G. A.: Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds, *IMF Staff Papers* vol 50, No 1, 2003 str. 61

padaju, a što destabilizuje cene na finansijskom tržištu; 2. slede instinkt horde. Na osnovu analiza autori su došli do sledećih zaključaka: 1. postoje dokazi da offshore fondovi zaista trguju mnogo agresivnije od onshore fondova; 2. nema dokaza da offshore fondovi trguju po principu povratne sprege, ali postoje jaki dokazi da ovu strategiju tendiraju da primene onshore fondovi iz SAD i V. Britanije; 3. postoje dokazi da offshore fondovi slede u trgovini instinkt horde, međutim, da to čine mnogo manje od onshore fondova iz SAD i V. Britanije. Autori zaključuju da imajući u vidu sve navedeno offshore fondove ne treba gledati kao na neka čudišta koja se mnogo razlikuju od onshore fondova.²⁶

4. ZAKON O INVESTICIONIM FONDovima REPUBLIKE SRBIJE

Zakon o investicionim fondovima Republike Srbije²⁷ definiše investicioni fond kao instituciju kolektivnog investiranja u okviru koje se prikupljaju i ulažu novčana sredstva u

²⁶ Kim, W., Wei, S. J.: Offshore Investment Funds: Monsters in Emerging Markets? , *NBER Working Paper Series No 7133/* 1999. str. 17

²⁷ *Sužbeni glasnik Republike Srbije*, br. 46/06

različite vrste imovine sa ciljem ostvarenja prihoda i smanjenja rizika ulaganja.

Ovim Zakonom je predviđeno:

1. organizovanje i upravljanje otvorenim investicionim fondom koji funkcioniše na principu prikupljanja novčanih sredstava putem izdavanja investicionih jedinica (srazmerni obračunski udeo u ukupnoj neto imovini fonda) i otkupa investicionih jedinica na zahtev člana fonda svakodnevno; ulaže sredstva u likvidne hartije od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu;
2. osnivanje i upravljanje zatvorenim investicionim fondom – zatvoreni investicioni fond je pravno lice organizovano kao otvoreno akcionarsko društvo; prikuplja novčana sredstva prodajom akcija putem javne ponude; akcijama fonda investitori mogu trgovati na organizovanom tržištu; tržišna vrednost akcija može biti iznad ili ispod vrednosti aktive zatvornog fonda; zatvoreni fond je rizičniji od otvorenog fonda jer ovaj fond ima po zakonu pravo da prikupljena sredstva plasira u onu vrstu hartija od vrednosti u koju može da plasira sredstva i otvoreni fond, međutim, pored toga zatvoreni fond ima

pravo da prikupljena sredstva plasira i u nekretnine kao i u vrednosne papire privrednih društava kojima se ne trguje na organizovanom tržištu;

3. osnivanje i upravljanje privatnim investicionim fondom - privatni investicioni fond je pravno lice i osniva se kao društvo sa ograničenom odgovornošću; takvi fondovi nemaju ograničenja prilikom ulaganja; namenjeni su iskusnim investitorima i minimalni novčani ulog člana privatnog fonda ne može biti manji od 50.000 evra u dinarskoj protivvrednosti; ne podležu opštim odredbama zakona koje se tiču izdavanja dozvole, ulaganje imovine, ograničenja ulaganja i raspolaganja imovinom, utvrđivanje prinosa, izdavanja prospekta, marketinga i posrednika; na njih se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva;

Investicionim fondovima upravlja društvo za upravljanje - privredno društvo koje organizuje, osniva i upravlja investicionim fondovima, u skladu sa zakonom. Novčani deo osnovnog kapitala društva za upravljanje, prilikom osnivanja, iznosi najmanje 200.000 evra u dinarskoj protivvrednosti, uplaćuje se na račun kod banke i održava na tom računu na navedenom nivou. Društvo za

upravljanje može organizovati, osnivati i upravljati sa više investicionih fondova, ali može i mora angažovati za svaki fond po jednog portfolio menadžera i ovlašćenog revizora i voditi knjige odvojeno od investicionog fonda kojim upravlja. Kastodi banka (banka čuvar) je banka koja vodi račun investicionog fonda, sa sredstvima fonda postupa samo po nalogima društva za upravljanje i obavlja druge kastodi usluge za račun investicionog fonda.

Komisija za hartije od vrednosti je državni organ zadužen za nadzor poslovanja društava za upravljanje, investicionih fondova i kastodi banaka. Ona vodi registar društava za upravljanje i registar investicionih fondova. Takođe, ova komisija donosi podzakonska akta za izvršavanje Zakona o investicionim fondovima. Ona je, između ostalog, Pravilnikom²⁸ izvršila kategorizaciju fondova na sledeći način:

1. Otvoreni investicioni fondovi mogu biti:

- Fondovi očuvanja vrednosti – ulažu sredstva u kratkoročne dužničke hartije od vrednosti i novčane depozite; cilj im je zaštita

od rizika od inflacije, odnosno očuvanje vrednosti uloga; prinosi ovih fondova su obično nešto veći od inflacije i kamata na bankarske depozite; najmanje su rizični;

- Fondovi prihoda – ulažu sredstva u visini od najmanje 75% svoje imovine u dužničke hartije od vrednosti; cilj im je da obezbede redovne prihode svojim članovima; ovi fondovi mogu obezbediti dopunski prihod uz penziju; njihova rizičnost je veća u odnosu na fond očuvanja vrednosti, a kolika je zavisi od boniteta emitenata u čije dugovne papire konkretni fond ulaže sredstva; generalno, fond prihoda je fond koji je izložen riziku od kretanja kamatnih stopa koji je svojstven dugovnim hartijama od vrednosti;

- Balansirani fondovi – ulažu sredstva u visini od 85% vrednosti imovine u vlasničke i dužničke hartije od vrednosti; imaju obavezu da u dužničke hartije od vrednosti ulože najmanje 35% a najviše 65% aktive; cilj je da obezbede ravnotežu između sigurnosti, prihoda i rasta uložениh sredstava (balans između ulaganja u akcije i obveznice); investitorima obezbeđuju umereni rast vrednosti uloga uz umereni rizik;

- Fondovi rasta - ulažu sredstva u visini od najmanje 85% vrednosti svoje imovine u vlasničke hartije od vrednosti; cilj im je da obezbede visoke prinose na duži rok; nose visok investicioni rizik.

²⁸ Videti sajt Komisije za HoV, Pravilnik o investicionim fondovima koji je zaveden pod brojem 2/0-02-749/2-06 od 7. decembra 2006. godine

2. Zatvoreni investicioni fondovi mogu biti:

- Fondovi koji više od 50% svoje imovine ulažu u hartije od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu;

- Fondovi koji više od 50% svoje imovine ulažu u hartije od vrednosti kojima se ne trguje na organizovanom tržištu;

- Fondovi za ulaganje u nekretnine koji više od 60% svoje imovine ulažu u nekretnine.

ZAKLJUČAK

Investicioni fondovi su finansijske institucije koje su potrebne našoj privredi i koji će u bliskoj budućnosti dobiti na važnosti zbog sistema penzionog osiguranja i potrebe građana da privatno preduzimaju mere finansijske predostrožnosti. Investicioni fondovi su pogodni za srednjoročne i dugoročne investicije, štednju novca radi školovanja dece, rešavanje stambenih potreba, ostvarenje nekih budućih poslovnih ideja. Motiv za investiranje može da ima različite polazne osnove, motive i ciljeve ali u osnovi svih motiva je proračun dobiti po matematičkom zakonu složenog interesa tokom dugog niza godina (oročavanje sa kamatom na kamatu).

Ono što svaki potencijalni investitor pre investiranja treba da zna je da mora da se dobro informiše o sa-

mom fondu, da u kvalitetu finansijskih informacija uvek postoje nedostaci, da uvek postupa na sopstvenu odgovornost i da u izboru između mnoštva alternativa odabere onu koja je, pre svega, u njegovom ličnom interesu, jer veoma često interes nije obostran. Investitori i sami moraju da znaju da za sopstvene investicije i izbor strategije ulaganja moraju izdvojiti vreme.

Pravilnim izborom strategije ulaganja može se značajno poboljšati kvalitet života. Ako je to cilj onda se treba opredeliti za onu koja je dobra u dobrim i u lošim vremenima i onda ona ne zavisi od toga da li će na tržištu doći do razvoja ili špekulacija. Iz različitih razloga štediša i investitori u svetu ali i u Srbiji su već iskusili kako imovina može da se umnoži, ali nažalost, i kako celokupna ušteđevina može da se izgubi. Takva iskustva sigurno doprinose rastu opreznosti i smanjenju mogućnosti od nepotrebnog rizika i bez posebnih upozorenja.

Naš zakon u velikom stepenu štiti investitore od mogućih zloupotreba i onemogućava veće poremećaje finansijskog sistema. Od ponuđenih alternativa, otvoreni fondovi koji su dostupni širokoj javnosti i koji podležu strogoj zakonskoj kontroli i nadzoru pružaju dovoljno prostora da se iskoriste prednosti proračuna dobiti po matematičkom zakonu složenog interesa na dugi rok

LITERATURA

1. Aehling, V.M (2004) *Investment-fonds – Klug und sinnvoll anlegen* (München, Deutscher Taschenbuch Verlag)
2. Brigham, E.F., Gapenski, L.C., Ehrhardt, M.C. (1999) *Financial Management - Theory and Practice* – Ninth Edition (The Dryden Press, USA)
3. Borensztein, E., Gelos, G. A.: Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds, *IMF Staff Papers vol 50*, No 1, 2003
4. Barber, B. M., Odean, T., Zheng, L.: The Behavior of Mutual Fund Investors, 2000
5. Kaminsky, G., Lyons, R., Schmukler, S.: Economic Fragility, Liquidity and Risk: The Behavior of Mutual Funds during Crises, 2000
6. Kim, W., Wei, S. J.: Offshore Investment Funds: Monsters in Emerging Markets?, *NBER Working Paper Series No 7133/1999*.
7. Ljungqvist, A., Richardson, M., Wolfenzon, D. The Investment Behavior of buyout Funds: Theory and Evidence, *ECGI Working Paper Series in Finance No 174/2007*
8. Mishkin, F.S (2006) *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets - Seventh Edition Update* (Pearson International Edition, Addison Wesley, USA)
9. Zakon o investicionim fondovima R Srbije (Sl. glasnik br. 46/06)
10. Pravilnik o investicionim fondovima (Komisija za hartije od vrednosti br. 2/0-02-749/2-06, 7.XII 2006.) – Sajt Komisije za HoV

Rad primljen: 18.07.2008.

UDK: 005:368(497.11)

JEL: E-53

Stručni rad

ZNAČAJ PRIMENE *ALM* MODELA U OSIGURAVAJUĆIM KOMPANIJAMA

THE IMPORTANCE OF ALM MODEL IMPLEMENTATION IN INSURANCE COMPANIES

Mr Mirjana M. OBADOVIĆ, VTŠ, Beograd

Milica D. OBADOVIĆ, VTŠ, Beograd

Rezime

U ovom radu opisan je model upravljanja aktivom i pasivom osiguravajućih kompanija - *ALM* model - Asset Liability Management i potreba osiguravača za uključivanjem ovog modela u proces odlučivanja u cilju donošenja efikasnijih poslovnih odluka i ostvarivanja većeg profita. *ALM* model je ključni faktor u smanjenju izloženosti rizicima, uz istovremeno održavanje solventnosti, profitabilnosti i efikasnog poslovanja osiguravajućih kompanija. Otvaranje naše zemlje prema svetu, razvoj institucije osiguranja, konkurencija i razvoj finansijskog tržišta dovešće do toga da će upravljanje rizikom i model upravljanja aktivom i pasivom osiguravajućih kompanija postati sastavni deo poslovanja svake osiguravajuće kompanije.

Ključne reči: ALM, OSIGURAVAJUĆE KOMPANIJE, FINANSIJSKI SISTEM

Summary

This paper analyzes ALM (Asset Liability Management) model in insurance companies, as well as the need for it's inclusion in the decision making process. ALM model provides for insurance companies successful management and risk control, providing a maximum profitability, with the maintenance of the liquidity and solvency and efficient business activities. Opening Serbia to the world, development of the insurance industry, stronger competition, and the development of financial market, will yield management of risk and usage of ALM an inseperable part of business of every insurance company.

Key words: ASSET LIABILITY MANAGEMENT, INSURANCE COMPANIES, FINANCIAL SYSTEM

1. ALM MODEL U OSIGURAVAJUĆIM KOMPANIJAMA

Primena modela upravljanja bilansima (*ALM* model) osiguravajućih kompanija ima za cilj merenje i upravljanje rizicima aktive i rizicima pasive osiguravajućih kompanija, na način koji omogućava solventnost i rentabilnost ali i povećanje nivoa tolerancije prema riziku i proširenju limita rizika, balansiranju konkurentnih ali i legitimnih ciljeva za rastom, profitom i rizicima. Ovaj model pomaže u razumevanju i prognozi promena koje će nastati u ekonomskoj vrednosti, korišćenjem tržišnih i internih podataka, odgovarajućih pretpostavki i finansijskih modela, na osnovu kojih će se procenjivati uticaj tih promena na solventnost osiguravača.

ALM koncept upravljanja aktivom i pasivom u osiguranju možemo defini-

sati kao proces formulisanja, implementacije, monitoringa i revizije strategija vezanih za sredstva i obaveze u pokušaju postizanja finansijskih ciljeva za dati set tolerancije prema riziku.¹

Cilj *ALM-a* je merenje i upravljanje rizicima osiguravajućih kompanija, koji se javljaju kao posledica investiranja i stvaranja obaveza, na način koji će održati likvidnost, solventnost i profitabilnost kao osnovne ciljeve poslovanja svake kompanije.

ALM se koristi kao samostalna analitička funkcija koja sve više postaje integrisani deo celokupnog strategijskog pristupa finansijskih institucija. Ova metoda je neophodna u formulisanju i izvršenju poslovne strategije, artikulaciji strategija za upravljanje celokupnim bilansom, ostvarenju speci-

¹ Society of Actuaries, *Professional Actuarial Specialty Guide - Asset-Liability Management*, www.soa.org, Februar 2007.

fičnih ciljeva poslovnih jedinica, merenju rizika i prinosa, alokaciji kapitala, dizajnu i razvoju proizvoda, obima i rasta proizvoda, određivanju cene i promotivne strategije proizvoda.

Uprkos kompleksnosti i nedostatku uniformnog pristupa, primena *ALM* modela ima određene prednosti jer: pomaže u kontroli rizika kamatne stope i sprečava pojavu velikih grešaka u osiguranju; pomaže u upravljanju rizicima pri pritiscima konkurencije, poreskih službi i zakonodavnih organa; pomaže osiguravajućim kompanijama u razmatranju integriranih rešenja u politici investiranja, zaštitnoj politici i investicionim mogućnostima na tržištu hartija od vrednosti; pomaže upravnom odboru osiguravajućih kompanija pri donošenju odluka i otkriva čitav spektar rizika i njihov uticaj na poslovanje na način na koji ostali modeli ne mogu.

Kompanije za osiguranje života i kompanije za osiguranje imovine nedovoljno, u praksi, razmenjuju iskustva po pitanju korišćenja *ALM* modela iako bi međusobna razmena iskustava mogla da unapredi njihovo poslovanje. Na primer, osiguravajuće kompanije koje se bave osiguranjem imovine su poslednjih godina razvile nov sofisticiran pristup *ALM* modelu, poznat pod nazivom Dinamička finansijska analiza – *DFA (Dynamic Financial Analysis)*. Model dinamičke finansijske analize se može definisati kao „proces ispitivanja celo-

kupne finansijske pozicije osiguravajuće kompanije tokom vremena, uzimajući u obzir istovremeno unutrašnje odnose između različitih delova i stohastičku prirodu faktora koji mogu uticati na rezultat“².

Postoji nekoliko faktora koje osiguravač može da usvoji i na osnovu kojih će formulisati strategiju i to su vremenski horizont, računovodstveni standard i način planiranja budućnosti. Faktor koji osiguravač usvoji, uticaće na njegove ciljeve, a samim tim i ponašanje.

Vremenski horizont - Osiguravači najčešće koriste višegodišnji horizont prilikom planiranja, ali se takođe fokusiraju i na tekuće rezultate. Uzmimo kao primer, državnu obveznicu bez kupona koja dospeva za 5 godina od danas. Obveznica nije rizična, jer joj je poznata nominalna vrednost na dan dospeća, ali je isto tako i rizična, zato što će joj se realna vrednost promeniti u odnosu na promenu kamatne stope. *ALM* može da odgovori potrebama višegodišnjeg planiranja.

Računovodstveni standardi – Zadatak upravljanja rizicima osiguravajućih kompanija se dalje komplikuje korišćenjem različitih merenja koja uključuju uvažavanje računovodstvenih standarda, državnih regulativa, poresku politiku i ekonomsku perspektivu zemlje, uzetih iz različitih

² D'Arcy, S., Gorrivett, R., Herbers J., Hettenger, T., „Building DFA that flies“, Contingencies Magazine, 1997.

vremenskih horizonata i korišćenih radi evaluacije razvoja kompanije.

Usvajanje budućih planova – Prilikom planiranja budućnosti, pitanje koje se postavlja je da li da se uzimaju u obzir samo tekuća sredstva i obaveze ili takođe treba uzeti u obzir nove poslove i buduće investicije? Osiguravači treba da razmišljaju o budućnosti u skladu sa svakom perspektivom pojedinačno.

ALM pomaže menadžerima da upravljaju rizikom iz različitih perspektiva, dozvoljavajući im uvid koji bi im na bilo koji drugi način bio nemogućen. Navodimo tri najčešće izražena stava o *ALM* osiguranju.³

● **Upravljanje rizikom:** *ALM* model unapređuje donošenje odluka i pomaže višim menadžerima da bolje razumeju uticaj donetih odluka i sprovedenih akcija iz različitih perspektiva. Na primer, *ALM* sugeriše osiguravačima kako da alociraju sredstva, izvrše selekciju reosiguranja i izbor proizvoda.

● **Nedostatak standardizacije:** Nekoliko modela *ALM*-a se nadmeću na tržištu osiguranja, ali nijedan nije uspeo da se nametne kao standard. Kritična većina praktikanata *ALM*-a se oslanja na jedan pristup. Primena *ALM*-a olakšava komunikaciju, ubrzava progres, sma-

njuje troškove i promovise njegovo usvajanje.

● **Rastuća uloga:** Evidentna je rastuća kompleksnost osiguravajućih kompanija, zabrinutost regulatornih organa i agencija i aktivnosti internog upravljanja rizicima. Tome se priključuju razvoj kompjuterske tehnologije i uključenost profesionalnih aktuara, koji podržavaju i postavljaju kao trend sofiticirane tehnike modeliranja.

Na osnovu navedenog možemo da istaknemo najvažnije koristi koje osiguravajuće kompanije imaju upotrebom *ALM*-a. To su, pre svega, razumevanje rizika kamatne stope, analiziranje sredstava po tipovima proizvoda, analiza trenda bilansa stanja i uspeha, analiziranje likvidnosti i pozicije kapitala, sumiranje pozicija sredstava i obaveza institucije, opasnosti, šansi i strategija institucije.

ALM dozvoljava osiguravačima da odrede sveukupnu izloženost riziku prema njihovim različitim aktivnostima, ali ne omogućava saznanje izvora rizika. *ALM* može samo da ponudi okvire za prikupljanje informacija o izloženosti rizicima i procenu te izloženosti ali ne može da predvidi stepen rizika. Slično, *ALM* ne može da identifikuje neke od najopasnijih rizika.

2. FUNKCIJE *ALM* MODELA

Značaj funkcija *ALM* modela je u tome što integrisane funkcije daju instituciji strategijski fokus. One defi-

³ Wilkinson, J., *Asset Liability Management Basics*, Financial Managers Society, 2002.

nišu ulogu i odgovornosti članova institucije u pravcu upravljanja rizikom. Preko njih se određuju koja su dokumenta potrebna za uspješno funkcionisanje *ALM* modela i pomažu u odabiru metode koja će se koristiti za evaluaciju rizika.

Integrirani okvir rada *ALM* modela se sastoji od devet značajnih funkcija⁴, a to su: strategijska funkcija, organizaciona, operativna, analitička, tehnološka, funkcija informacionog izveštavanja, funkcija merenja izvršenja, funkcija usaglašavanja sa regulativama, kontrolna funkcija.

Ove funkcije pokrivaju esencijalne zahteve za implementaciju *ALM* funkcija u instituciji. Neke od komponenta su nezavisne jedna od druge dok su neke usko povezane, kao što je na primer, analitička funkcija zavisna od strategijske funkcije. Strategijska funkcija počiva na politikama kojima se obezbeđuje efektivna upotreba analitičkih tehnika koje su definisane u analitičkom okviru rada. Slično, tehnološka funkcija je zavisna od informaciono-izveštavačke funkcije. Informaciono-izveštavačka funkcija snabeva *ALM* model sa visokokvalitetnim podacima, koje tehnološka funkcija koristi u svojim kompjuterskim modelima. Imajući u vidu da je

⁴ Stulz, R., Derivatives, „Risk Management, and financial Engineering“, Chapter 4: An Integrated Approach to Risk Management, 1999.

„snaga lanca, snaga najslabije karike u lancu“⁵, mora se obezbediti da sve komponente budu jake i da odgovaraju jedna drugoj.

2. 1. Strategijska funkcija *ALM* modela

Strategijska funkcija *ALM* modela artikuliše „apetit“ za rizikom institucije i definiše nivo rizika u kvantitativnom smislu. Takođe izražava ciljeve *ALM*-a.

Strategijska funkcija definiše strategije i politike saglasno sa rizikom kamatne stope i ostalim tržišnim rizicima, obezbeđuje monitoring i kontrolu rizika sa kojima se suočava institucija od strane višeg menadžmenta. Takođe dodeljuje odgovornosti za kontrolu rizika članovima institucije.

Dobro dizajnirana strategijska komponenta, omogućava pomoć operativnom menadžmentu u planiranju proizvoda i određivanju cena tih proizvoda. Ona isto tako omogućava menadžmentu da shvati kakav će uticaj imati donesena odluka na *ALM* institucije. Strategijska komponenta podstiče *ALM* da formuliše poslovne strategije, pre sprovođenja analitičke funkcije.

Prilikom utvrđivanja strategijske

⁵ Kesdee, *Learning Management System, Asset Liability Management for Insurance companies*, www.kesdee.com, Decembar 2005.

komponente, menadžment mora da proveriti navedenu listu koja treba da sadrži: definisanje količine rizika koji će se preuzeti, tačni mapu ciljeva koje će institucija da prati, balans između neto prihoda od kamate (*NII*) i ekonomske vrednosti portfolia akcija (*EVPE*), ponašanje *ALM-a* kao katalizatora za formiranje poslovnih strategija, integrisanje funkcije *ALM-a* sa poslovnim jedinicama, slaganje između različitih/geografskih strategija, vezu između aktive, pasive i vanbilansnih pozicija, proaktivni menadžment aktive/pasive, balans između profitabilnosti, rasta i rizika.

2. 2. Organizaciona funkcija

Organizaciona funkcija je druga komponenta *ALM* modela, koja stvara efektivnu strukturu organizacije za menadžment *ALM* funkcija. *ALM* organizacija se sastoji od tri elementa sa jasno definisanim ulogama i odgovornostima:

AL komitet (ALCO) – ima primarnu odgovornost za formulaciju sveopšte strategije i pregleda *ALM* funkcija.

AL potkomitet – Potkomitetu se dodeljuju specifične *ALM* odgovornosti. Na primer, oni se mogu baviti pitanjem likvidnosti i nepredviđenim finansijskim operacijama.

Analitička grupa podrške – Ova grupa prikuplja informacije, analizira ih i priprema izveštaje koje će koristiti *ALCO*.

Prilikom definisanja organizacionog okvira rada, menadžment mora uzeti u obzir priručnik sa procedura. Analitička grupa podrške mora biti odgovarajuće locirana sa odgovarajućom korespondencijom izveštavanja. Funkcija merenja rizika se mora izdvojiti od funkcije preuzimanja rizika. Članovi i veličina svakog komiteta mora reflektovati veličinu i rasprostranjenost poslovnih operacija institucije. *ALM* funkcija mora imati punu podršku top menadžmenta. Ovo uključuje odgovarajuću alokaciju resursa i ličnog angažovanja.

2. 3. Operativna funkcija

Ovo je treća funkcija okvira *ALM-a* i uključuje kreiranje značajnih dokumenata kao što su priručnik sa procedurama i politike izveštavanja. Ovo su kritični dokumenti potrebni za formulaciju i implementaciju *ALM* modela u instituciji.

Dobro artikulisana politika izveštavanja postavlja sveukupne pravce za upravljanje rizicima osiguravajuće kompanije. Svrha politike izveštavanja je da vodi instituciju. Prema tome, efektivna politika izveštavanja mora biti fokusirana na kritične aspekte i ne preterano detaljna. Ne treba da uključuje nepotrebne podatke.

Politika izveštavanja i bilo kakve promene u njoj se prethodno odobravaju od strane odbora direktora ili

višeg menadžmenta. Efektivna politika izveštavanja treba da obezbedi jasan pravac *ALM* funkcijama, da izgradi hijerarhijsku strukturu organizacije, da položi test jasnoće, kratkotrajnosti, značaja i blagovremenosti, da udovolji specifičnim zahtevima organizacije.

Priručnik sa procedurama obezbeđuje detaljna uputstva o implementaciji *ALM* modela u osiguravajućoj kompaniji. Ovaj priručnik jasno definiše odgovornosti različitih funkcionalnih oblasti i obično sadrži poglavlja za svaki aspekt *ALM* funkcije. Kao pomoć implementaciji, takođe sadrži primere iz *ALM* izveštaja.

2. 4. Analitička funkcija

Analitička funkcija pomaže instituciji da odabere odgovarajući model za merenje rizika. Analitička funkcija uključuje periodični pregled ovih modela da bi se potvrdile stvorene pretpostavke i verifikovala njihova sposobnost tačnog predviđanja.

Dobar analitički model⁶ treba da obezbedi razumljivu sliku o rizicima sa kojima se institucija suočava, konzistentno vrši merenje rizika, obezbedi pravovremene informacije za donošenje odluka.

Za proučavanje rizika se mogu koristiti sledeći navedeni modeli koji omogućavaju uvid u prirodu rizika:

• **Analiza jaza** – je osnovna tehnika za merenje rizika kamatne stope. Ona meri razliku između sredstava osetljivih na promenu kamatne stope i obaveza osetljivih na promenu kamatne stope.

• **Simulacija** – je tehnika koja se koristi za merenje izvodljivosti biznis planova pod alternativnim scenarijima kamatne stope. Ona omogućava određivanje nestabilnosti *NII* i *EVPE*.

• **Trajanje** – je tehnika pomoću koje se dobija prosečna vrednost dospeća obveznica, koristeći sadašnju vrednost novčanih tokova. Ova tehnika pomaže u merenju osetljivosti kamatne stope finansijskih proizvoda.

• **Vrednovanje pri riziku** – je tehnika koja se koristi za procenjivanje potencijalnih gubitaka portfolija. Procenjeni gubitak se dobija za dati period držanja portfolija i za dati nivo poverenja.

Za dobijanje najboljih rezultata, mogu se koristiti alternativne tehnike u skladu sa sledećim parametrima:

• **Podesnost tehnika** – Analitičke tehnike moraju biti izabrane na bazi njihove prikladnosti za vrstu rizika koji se meri. Na primer, analiza trajanja se efektivno može koristiti za merenje investicionog portfolija sa fiksnim prihodima od hartija od vrednosti, dok se vrednovanje pri riziku može efektivno koristiti za merenje rizika u različitim vrstama izloženosti (kamatna stopa, FX, roba na zalihama itd.). Institucija najčešće koristi kombinaciju ovih

⁶ www.riskglossary .com, Jun 2005.

tehnika kako bi odgovorila na različite tipove rizika.

- **Prikladnost dobijenih pretpostavki** – Analitičke tehnike se baziraju na određenim pretpostavkama. Prikladnost ovih pretpostavki se mora evaluirati za svaki instrument za koji se vrši merenje rizika.

- **Limiti rizika za svaku tehniku** – Institucija postavlja limite rizika prilikom odabira tehnike. Ovi limiti moraju biti konzistentni za sve četiri analitičke tehnike.

2. 5. Tehnološka funkcija

Tehnološka funkcija je peta komponenta ALM modela. Ova funkcija uključuje primenu informacione tehnologije u upravljanju rizicima i omogućava da svi rizici budu obuhvaćeni i mereni blagovremeno. Velike institucije mogu da koriste različite tehnološke sisteme za različite proizvode. Takođe mogu da angažuju različite tehnološke sisteme za različite operativne lokacije. Tehnološki okvir pomaže u integrisanju ovih različitih sistema stvarajući zajedničku platformu za merenje rizika.

Prilikom razvijanja tehnološkog okvira, institucija mora obratiti pažnju na prikupljanje i pripremu podataka o sredstvima i obavezama, automatizaciju priliva informacija u ALM sistem od drugih sistema kao što je na primer glavna knjiga.

Tehnološka funkcija uključuje sisteme za ekstenzivne analize, planiranje i merenje svih aspekata ALM funkcije. Da bi se omogućila efektivna implementacija ovih zadataka, potrebno je postojanje visokokvalitetnih softverskih paketa. Ovi paketi mogu da se kupe ili razviju u okviru kompanije.

Tehnološka funkcija pomaže kompaniji da se preusmeri ka novim tehnologijama. Da bi se tranzicija jednostavno izvršila, od suštinske je važnosti detaljno planiranje. Za ovu svrhu je potreban plan u kom će biti specificirani potezi koje kompanija treba da implementira kako bi uspešno usvojila nove tehnologije.

Tehnološka funkcija omogućava kompaniji jednostavnu nadgradnju svojih sistema. U toku planiranja ovih nadgradnji ili razvijanja novih sistema, kompanija mora da sprovede analizu troškova i koristi između alternativa kupovine ili izgradnje novih sistema i pripremi detaljan plan pomeranja sa sadašnje tehnološke razvijenosti do ciljane tehnološke razvijenosti.

2. 6. Funkcija informacionog izveštavanja

Funkcija informacionog izveštavanja je šesta komponenta ALM modela. Ona određuje ko u osiguravajućoj kompaniji prima izveštaje o ALM rizicima. Takođe pomaže da primaoci ovih izveštaja budu pravovremeno snabdeveni potrebnim informacijama

i brine o adekvatnoj frekventnosti izveštavanja.

Funkcija informacionog izveštavanja mora da snabdeva zaposlene u kompaniji njima prilagođenim *ALM* informacijama. Svaki upravljački nivo i funkcija moraju da dobijaju relevantne informacije sa dovoljno detalja. Frekventnost izveštavanja mora da bude blagovremena i izbalansirana. Cilj je da se donosioci odluka snabdeju dovoljnom količinom informacija u pravo vreme. Takođe se mora voditi računa da ne dođe do zagušenja informacijama, ali isto tako ni nestašica podataka.

Ovi izveštaji koji se dostavljaju Bordu direktora ili Komitetu i moraju da budu nezavisni od tehničkog žargona. Informacije moraju da se pripreme u formatu „rizik versus nagrada”, „troškovi versus koristi”, koji će primaocima omogućiti da donesu i/ili evaluiraju svoje odluke.

2. 7. Funkcija merenja izvršenja

Funkcija merenja izvršenja je sedma komponenta *ALM* modela. Ova funkcija definiše kako će se meriti tehnički učinak i utvrđuje metode merenja povećanja učinka u kompaniji.

Osiguravajuća kompanija ostvaruje profit od uspešnog upravljanja njenim poslovnim aktivnostima, tj., sredstvima, obavezama i *ALM*-om.

• **Sredstva** – Osiguravajuća kompanija ostvaruje profit na strani sred-

stava odobravanjem zajmova i investiranjem u visokokamatnosne i ekonomske fondove. Ovo reflektuje njenu kreditnu aktivnost.

• **Obaveze** – Osiguravajuća kompanija ostvaruje profit na strani obaveza ukoliko su kamatne stope na preuzete obaveze niže od ekonomskih troškova rizično usaglašenih fondova. Ovo reflektuje njene aktivnosti franšize.

• **ALM** - Osiguravajuća kompanija može da ostvaruje profit odobravanjem kratkoročnih zajmova i uzimanjem dugoročnih ili obrnuto. Ovo se zove ročna transformacija sredstava. Na primer, institucija može uzeti tromesečni zajam i plasirati ga na 6 meseci.

Merenje profita mora da se vrši odvojeno po poslovnim jedinicama, funkcijama i nivoima aktivnosti što uključuje: profit na strani sredstava, na strani obaveza i *AL* funkciju; profit po grupama proizvoda i geografskim regionima; profit po klijentu i grupama klijenata; profit na nivou zaposlenog ili na nivou različitih organizacionih jedinica; profit i rizik od različitih aktivnosti kao što je, na primer, trgovina.

Funkcija merenja ostvarenog učinka uzima u obzir tehnike i metode za merenje izvršenja za preuzete finansijske rizike. Ova funkcija omogućava tačno merenje ostvarenih učinaka od trgovine, od grupa proizvoda i poslovnih jedinica. Da bi se ovo ostvarilo, potrebno je prilagoditi

njihovu finansijsku aktivnost korišćenjem tehnika za merenje rizika. Ovo omogućava poređenje riziku prilagođenih performansi trgovine, grupa proizvoda i poslovnih jedinica.

Značaj merenja ostvarenog učinka je u tome što se na taj način meri pojedinačno učinak delova i finansijskih aktivnosti kompanije i sa stratezijskim ciljevima kompanije deluje kao moćan podsticaj ravnopravnim pojedincima i jedinicama u okviru kompanije. Ova merenja takođe pomažu u alokaciji kapitala kompanije i u određivanju profila rizika kompanije.

2. 8. Funkcija usaglašavanja poslovanja sa zakonskom regulativom

Funkcija usaglašavanja poslovanja sa zakonskom regulativom je osma komponenta *ALM* okvira, koja omogućava osiguravajućoj kompaniji da posluje u skladu sa zahtevima regulatornih vlasti i vrši proveru da li je pretpostavljeni rizik odgovarajući. Funkcija usaglašavanja poslovanja sa regulativama, omogućava instituciji

da posluje prema sledećim zakonskim uputstvima:

- **Saglasnost o kapitalu baziranom na riziku** – Bazelski komitet o superviziji banaka⁷ je postavio standarde o kapitalu baziranom na riziku u svom Sporazumu kapitala iz 1988. godine. On zahteva da se različite klase aktive mere u skladu sa rizikom sa kojim se suočavaju. Postoji 5 propisanih veličina rizika za različite tipove sredstava u aktivi i to 0%, 10%, 20%, 50% i 100%. Minimum zahtevanog kapitala se određuje upravo množenjem pozicija aktive sa ovim veličinama, tj., prema tipu aktive.
- **Amandman o tržišnom riziku** – Još od 1998. godine, od banaka se zahteva izdvajanje sredstava za obezbeđenje od tržišnih rizika. Količina ovih sredstava se izračunava ili po standardizovanoj metodi ili po modelu internog pristupa.
- **Statutarni zahtevi o likvidnosti** – U nekim zemljama, postoje propisani zahtevi o likvidnosti i zahtevi o rezervama. Banke i fi-

⁷ Bazelski komitet za superviziju banaka predstavlja forum za regularne kooperacije o pitanjima supervizije banaka. Njegov cilj je obezbeđenje razumevanja ključnih pitanja o superviziji i unapređenje kvaliteta bankarske supervizije širom sveta. Ovaj komitet je najpoznatiji po Internacionalnim standardima o adekvatnosti kapitala, suštinskim principima za efikasnu superviziju banaka i Konkordatu o internacionalnoj superviziji banaka. Članovi komiteta su iz Belgije, Kanade, Francuske, Nemačke, Italije, Japana, Luksemburga, Holandije, Španije, Švedske, Švajcarske, Velike Britanije i SAD.

nansijske institucije su obavezne da izdvajaju iz dela svojih sredstava obaveznu rezervu u formi depozita kod svoje centralne banke.

- **Kvalitet infrastrukture ALM-a** – Bazelski komitet za superviziju banaka zahteva od banaka da ustanove razumnu infrastrukturu za upravljanje rizicima. Ova infrastruktura treba da identifikuje, meri, nadgleda i kontroliše izloženost riziku kamatne stope, koja će biti na uvidu višem menadžmentu firme.

2. 9. Kontrolna funkcija

Kontrolna funkcija je deveta komponenta ALM modela. Ona definiše mehanizam kontrole za svaki proces i za sve sisteme u okviru osiguravajuće kompanije, tj., obezbeđuje da svaki proces i svaki sistem u kompaniji bude podvrgnut odgovarajućem mehanizmu kontrole. Mehanizam kontrole može biti u formi segregacije dužnosti, menadžerske kontrole, revizorske kontrole, upravljanja izuzecima, razmatranja modela rizika i sistematizovanja rizika. Sistem provera i balansiranja pomaže u utvrđivanju integriteta podataka, analiza i izveštaja. Kontrolna funkcija je široko integrisana u okviru organizacione, operativne i tehnološke funkcije.

Kontrolna funkcija koristi reviziju radi osiguranja da osiguravajuća kom-

panija posluje u skladu sa sopstvenim internim politikama. Ove revizije kompanija sprovodi preko:

- interne revizije i kontrole;
- eksterne zakonske revizije i
- eksterne operativne i revizije ostvarene aktivnosti.

Kontrolna funkcija takođe evaluira i adekvatnost interne kontrole. Prilikom uspostavljanja kontrolne funkcije u osiguravajućoj kompaniji, potrebno je da se razmotre sledeći elementi:

- segregacija dužnosti,
- usaglašenost sa internim politikama, koristeći reviziju kao mehanizam kontrole,
- integritet ALM procesa i analiza i
- provera ispravnosti pretpostavki i vrste modela koje koristi ALM periodičnim povratnim testiranjem.

3. USLOVI ZA USPOSTAVLJANJE STABILNOG SEKTORA OSIGURANJA ZEMALJA U TRANZICIJI I UTICAJ ALM-a

Prema Međunarodnom udruženju supervizora osiguranja⁸ (IAIS), nestabilnost u sektoru osiguranja zemalja u tranziciji nastaje pod uticajem mnogobrojnih mikroekonomskih i institucionalnih nedostataka. Međutim, ono

⁸ Međunarodno udruženje supervizora osiguranja (International Association of Insurance Supervisors)

što karakteriše sve zemlje u tranziciji je nestabilno makroekonomsko okruženje, kao što je visoka stopa inflacije koja je rezultat velikih strukturalnih transformacija, ili je rezultat ozbiljnih ekonomskih poremećaja, koji upućuju na mnogo kritičnije probleme. Generalno, problemi počinju sa propustima menadžmenta u okviru osiguravajuće kompanije. Loša interna kontrola i moralni hazard, gde ne postoji supervizija menadžmenta, često dovode do propadanja institucije. Slabosti zakonskih regulativa, spajaju probleme nesigurnog menadžmenta i slabog upravljanja korporacijom.

Za stabilnost sistema osiguranja neophodno je postavljanje razumne makroekonomske i strukturalne politike, kako bi se izbegli ili ograničili ozbiljni poremećaji na tržištu. Bez ekonomske stabilnosti, kao okvira za stvaranje zdravog i normalnog razvoja osnovne finansijske i zakonske infrastrukture kao što je bankarstvo, kreditni i poreski sistemi, razvoj industrije, osiguranja neće biti postignuto. Takođe, za uspostavljanje i održavanje efikasnog tržišta osiguranja, neophodna je podrška u vidu političkog i društvenog konsenzusa.

Osnovna infrastruktura za uspostavljanje i održavanje razumnog sistema osiguranja (računovodstveni sistem, finansijska tržišta kao i zakonodavni okvir) može pogoršati situaciju tako što neće identifikovati i sprečiti

probleme u odgovarajućem vremenskom periodu. Snažne zakonske regulative i supervizija osiguranja, koja upotpunjuje i podržava operacije tržišne discipline, neophodne su za uspostavljanje i održavanje stabilnog tržišta osiguranja. Međutim, u odsustvu efektivne tržišne discipline, celokupan teret eksterne kontrole pada na superviziju osiguranja, koja uglavnom ne raspolaže sa potrebnim kapacitetima. Kritično pitanje za snažan sistem osiguranja je razvoj sposobnog i profesionalnog kadra za osiguranje i superviziju.

Jedan od zahteva supervizije osiguranja je postavljanje efektivnih procedura za praćenje i upravljanje njihovom aktivom i pasivom, kako bi se obezbedilo da investicije i aktiva budu u skladu sa njihovim obavezama i profilom rizika, a sve radi održavanja solventnosti. Međunarodno udruženje supervizora osiguranja je 2003. godine izdalo priručnik pod nazivom „Ključni principi osiguranja i metodologija”, u kom su predstavljeni principi regulativa i supervizije nad sektorom osiguranja. Ovde su predstavljeni samo principi koji se direktno odnose na *ALM*⁹ a to su:

Procena i upravljanje rizicima: nadzor osiguranja zahteva od osigura-

⁹ International Association of Insurance Supervisors, *Standards on Asset – Liability Management*, www.iaisweb.org, Oktobar 2006.

vača da prepozna i proceni i u skladu s tim efektivno upravlja rizicima sa kojima se suočava. Sektor nadzora osiguranja, zahteva i proverava da li osiguravači imaju ustanovljenu politiku i sisteme sposobne za brzo identifikovanje, procenu, izveštavanje i kontrolu njihovih rizika. Takođe sektor za nadzor osiguranja proverava da li je sistem za kontrolu i upravljanje rizicima u skladu s kompleksnošću, veličinom i prirodom posla osiguravača. Osiguravač treba da uspostavi odgovarajući nivo tolerancije ili limite rizika za materijalne izvore rizika.

Investicije: Nadzor osiguranja zahteva od osiguravača da se usaglasa sa standardima o investicionim aktivnostima. Ovi standardi uključuju zahteve o politici investiranja, miksu aktive, procenu diversifikacije, usklađivanje aktive i pasive i upravljanje rizicima. Takođe, osiguravači moraju da uspostave procedure za praćenje i kontrolu njihovih bilansnih pozicija da bi obezbedili da njihove investicione aktivnosti i pozicije aktive budu u skladu da njihovom pasivom i profilom rizika.

Dakle, da bi poštovale regulatorne organe i istovremeno ostvarile svoje interese, sve osiguravajuće kompanije u svetu pronalaze načine za usvajanje koncepta *ALM-a*, jer im *ALM* model omogućava merenje i upravljanje rizicima, koji se javljaju kao posledica investiranja i stvaranja obaveza, na način koji će održati li-

kvidnost, solventnost i profitabilnost. *ALM* model u osiguranju pomaže osiguravačima da razjasne svoje prioritete. Prilikom postavljanja ciljeva, trebalo bi uzeti u obzir interese i vlasnika polisa i zaposlenih i akcionara (ukoliko je osiguravajuće društvo akcionarsko društvo). Uvažavajući prethodno, menadžerima je teško da odluče kojim ciljevima treba dati prioritet. Ukoliko osiguravači koordinirano upravljaju svojim plasmanima i obavezama, mogu da ostvare maksimiziranje profita a da ne ugroze realnu vrednost kapitala i likvidnost društva u izvršavanju obaveza iz ugovora o osiguranju i drugih obaveza. *ALM* je relevantan, čak i kritičan faktor, za upravljanje finansijama na zdravim osnovama za sve finansijske institucije (preduzeća) koje žele da investiraju svoj novac poštujući preuzete obaveze.

Upravljanje aktivom osiguravajućih kompanija je jedna od ključnih aktivnosti osiguravača a odluke o tome na koji način će se ova sredstva angažovati nisu jednostavne jer je za postizanje uspeha nužan menadžer sa znanjem i iskustvom. Uvećan prihod od uspešno plasiranih sredstava, predstavlja vrednost koja se ili može iskoristiti za uvećanje osnovnog kapitala ili podeliti sa vlasnicima polisa. Relokacijom portfolija osiguranja preko klasa aktive, mnogi osiguravači mogu da ostvare veće prihode, istovremeno unapređujući svoj profil rizika.

Pritisци konkurencije, nadzor rejting agencija i tražnja za unapređenim menadžmentom rizika, postavljaju ozbiljne izazove menadžerima osiguranja. Zbog brojnih pritisaka koje tržište postavlja, mnogi osiguravači ostavljaju manji prostor za greške i izražavaju potrebu za uključivanjem *ALM* modela u proces odlučivanja, odnosno potrebu za pažljivom koordinacijom upravljanja plasmanima i obavezama, kako bi donosili razumnije odluke i ostvarivali veći profit.

U Srbiji postoji nekoliko faktora koji stimulatивно deluju na osiguravajuće kompanije da usvoje *ALM*:

Pritisци konkurencije: do skoro je na domaćem tržištu osiguranja postojala monopolska dominacija dva osiguravača. Otvaranje tržišta i pojava privatnih i inostranih kompanija promenila je situaciju, tako da domaće osiguravajuće kompanije, da bi opstale na tržištu, u uslovima povećane konkurencije moraju da usvoje pravila tržišnog načina poslovanja što, između ostalog, pretpostavlja i uvođenje *ALM-a* u proces odlučivanja.

Nestabilnost uslova za investiranje: niske kamatne stope na investicije, privatizacija iz koje rezultira nestabilna cena akcija, su učinile današnje okruženje posebno nesigurnim za menadžere osiguravajućih kompanija. *ALM* model u osiguravajućim kompanijama može da uveća sposob-

nost donosioca odluka da sagledaju svoje poslovne aktivnosti iz nekoliko različitih perspektiva. Pažljiva *ALM* analiza dokazuje regulatornim organima, investitorima i odboru direktora, da li je akcija koja je preduzeta odgovarajuća, u okviru dostupnih informacija

Specijalizacija: otvaranje tržišta i pojava širokog spektra finansijskih instrumenata, kojima se ranije nije poslovalo na domaćem tržištu, stvara zahtev osiguravajućih kompanija za povećanom ekspertizom menadžera podrškom *ALM-a* u procesu odlučivanja.

Promene u regulativama: Narodna banka Srbije u proces nadzora nad osiguravajućim kompanijama uvodi novi koncept nadzora kontrole zakonitosti poslovanja društava za osiguranje, koji je u potpunosti usaglašen sa međunarodno prihvaćenim principima i standardima supervizije osiguravajućih društava, a koji se bazira na proceni rizika kojima se osiguravajuća društva izlažu tokom svog poslovanja i načina upravljanja tim rizicima.

Osiguravajuće kompanije u svetu su prepoznale potencijal *ALM* analize u otkrivanju rizika likvidnosti. Takođe su prepoznale da su mnoge tehnike koje koristi *ALM* lako primenljive za procenu rizika likvidnosti. Danas se smatra, da bez tehnika *ALM* modela nije moguće upravljati rizikom likvidnosti.

ALM model u osiguranju takođe pokazuje koliko je budućnost neizvesna. Konvencionalna finansijska planiranja se uglavnom zasnivaju na baznom scenariju, kao i na najboljem i najgorem mogućem scenariju. *ALM* omogućava donosiocima odluka da mere distribuciju ključnih varijabli kao, na primer, verovatnoću da će profit narasti za 20% u naredne 3 godine, ili kako će uvođenje određenog proizvoda u osiguranja uticati na tu verovatnoću, kao i da donose bolje strateške odluke kao što su:

- da li kompanija može da realocira svoje investicije tako da uveća dobit ili smanji rizik ili oba istovremeno?
- Koliko poslova reosiguranja treba da sklopi i kog tipa?
- Da li su tarife kompanije dovoljne da omoguće zadovoljavajući povraćaj kapitala ili su previsoke da bi bile konkurentne?
- Kojom brzinom kompanija treba da se razvija?
- Da li kompanija treba da izbacineke proizvode osiguranja i ubaci druge?
- Da li kompanija ima dovoljno kapitala da osigura svoju solventnost?
- Da li kompanija ima višak kapitala koji može zaposliti ili raspodeliti akcionarima?

Iako su tehnike nastale u savremenim zapadnim zemljama, prilagodljive su našim domaćim firmama i do-

maćem menadžmentu. Kao zemlja u tranziciji, nalazimo se u uslovima prekrajanja tromih, nefunkcionalnih organizacija u moderne i fleksibilne sisteme koji će biti sposobne da odole i odgovore savremenim zahtevima tržišta.

Osnovne prednosti od primene *ALM* modela u osiguranju su:

- olakšana kontrola rizika kamatne stope i sprečavanje pojave velikih grešaka;
- bolje upravljanje rizicima pri pritiscima konkurencije, poreskih službi i zakonodavnih organa;
- *ALM* pomaže osiguravajućim kompanijama u razmatranju integrisanih rešenja u politici investiranja, benčmarkingu sredstava, zaštitnoj politici i investicionim mogućnostima na tržištu hartija od vrednosti;
- *ALM* takođe pomaže upravnim odborima osiguravajućih kompanija pri donošenju odluka i otkriva čitav spektar rizika i njihov uticaj na poslovanje na način na koji ostali modeli ne mogu.

Navodimo sledeće koristi koje osiguravajuće kompanije mogu da imaju korišćenjem *ALM-a*:

- razumevanje rizika kamatne stope;
- analiziranje sredstava po tipovima proizvoda;
- analiza trenda bilansa stanja i uspeha;
- analiziranje likvidnosti i pozicije kapitala;

- sumiranje pozicija sredstava i obaveza institucije, opasnosti, šansi i strategija institucije.

Svaki menadžer u osiguranju mora da razume ulogu i značaj *ALM-a* za:

- formulaciju i izvršenje poslovne strategije;
- artikulaciju strategija za upravljanje celokupnim bilansom;
- donošenje specifičnih ciljeva poslovnih jedinica;
- merenje rizika i prihoda od adekvatnog upravljanja rizicima;
- alokaciju kapitala;
- dizajn proizvoda i razvojne aktivnosti, miks proizvoda, obim proizvoda, određivanje cene proizvoda i promotivne strategije proizvoda.

ZAKLJUČAK

U organizaciji svog poslovanja osiguravajuće kompanije moraju da vode računa o mnogim složenim zahtevima kao što su zahtevi supervizora i zakonodavca, zahtevi tržišta, očekivanja vlasnika polisa, akcionara i ostalih interesenata. Takođe u svom poslovanju moraju da vode računa o likvidnosti aktive i pasive, koja može kompromitovati njihovu sposobnost da adekvatno procene, izmere i zaštite se od izlaganja njenom riziku. Nedovoljno razvijeno, likvidno i dobro organizovano finansijsko tržište, predstavlja ograničavajući faktor kompanijama za osiguranje. Ograničenja u aloka-

ciji kapitala, koja nameće država i tržište, mogu da utiču na filozofiju upravljanja, ili profesionalnu proceduru osiguravača, odnosno da ograniči upravljanje aktivom i pasivom na način koji bi obezbedio maksimalnu rentabilnost uz istovremeno održavanje solventnosti. *ALM* model omogućava osiguravajućim kompanijama uspešno upravljanje i kontrolu rizika, istovremeno zadovoljavajući sve gorenavedene interesente, obezbeđujući maksimalnu rentabilnost, uz održavanje likvidnosti i solventnosti i efikasnog poslovanja. S obzirom da se osiguravajuće kompanije u razvijenim zemljama nalaze na drugom mestu po veličini ulaganja (i kod nas pretenduju ka tome u skoroj budućnosti), znači da zauzimaju važno mesto među učesnicima na finansijskom tržištu. Poremećaji nastali u ovoj privrednoj grani bi imali izuzetno veliki uticaj i na funkcionisanje celokupnog finansijskog tržišta.

Otvaranje naše zemlje prema svetu, razvoj institucije osiguranja, konkurencija i razvoj finansijskog tržišta dovešće do toga da će upravljanje rizikom i upotreba *ALM-a* postati sastavni deo poslovanja svake osiguravajuće kompanije. Na osnovu svega možemo zaključiti da *ALM* model obezbeđujući sigurnost i stabilnost u poslovanju osiguravajućih kompanija istovremeno obezbeđuje i sigurnost i stabilnost finansijskog tržišta u celini.

LITERATURA

1. Fabris, N., *Centralno bankarstvo u teoriji i praksi*, Centralna banka Crne Gore, Podgorica 2006.
2. Kočović, J., *Zbornik radova Privatizacija i perspektive osiguranja u zemljama u tranziciji*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.
3. Sigma swiss re, 5/2006.
4. Ristić, Ž., „Sektor osiguranja na finansijskom tržištu“, *Zbornik radova Privatizacija i perspektive osiguranja u zemljama u tranziciji*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.
5. Jelašić, R., *Finansijski sektor Srbije – kako dalje?*, Narodna banka Srbije, www.nbs.yu, Januar 2007. godine.
6. Marović, B., Žarković, N., „Tržište osiguranja SCG i njegovi razvojni pravci“, *Zbornik radova Privatizacija i perspektive osiguranja u zemljama u tranziciji*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.
7. Narodna banka Srbije, *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2006. godinu stanje u sektoru osiguranja*, www.nbs.yu, Jun 2007.
8. International Association of Insurance Supervisors, *Standards on Asset – Liability Management*, www.iaisweb.org, Oktobar 2006.
9. D’Arcy, S., Gorrivett, R., Herbers J., Hettinger, T., „Building DFA that flies“, *Contingencies Magazine*, 1997.
10. Wilkinson, J., *Asset Liability Management Basics*, Financial Managers Society, 2002.
11. CAS Task Force on Fair Value Liabilities - White Paper on Fair Valuing Property/Casualty Insurance Liabilities, December 1999. August 2000;
12. Stulz, R., *Derivatives, Risk Management, and financial Engineering*, Chapter 4: An Integrated Approach to Risk Management, 1999.
13. Kesdee Learning Management System, *Asset Liability Management for Insurance companies*, www.kesdee.com, Decembar 2005.
14. www.riskglossary .com, Jun 2005.
15. *Society of Actuaries, Professional Actuarial Specialty Guide - Asset-Liability Management*, www.soa.org, Februar 2007.

Rad primljen: 14. 09. 2008.

UDK: 336.761(497.11)005:336.76

JEL: E-60

Pregledni rad

PRIMENJIVOST FOKUSIRANOG INVESTIRANJA NA BEOGRADSKOJ BERZI

THE APPLICABILITY OF FOCUSED INVESTING ON THE BELGRADE STOCK EXCHANGE

Dr Saša MUMINOVIĆ

Julon D. D. Ljubljana

Dr Vladan PAVLOVIĆ

Megatrend, Beograd

Rezime

Aktuelna finansijska kriza je specifična po svojoj dubini, po tome što je zahvatila tržišta kapitala gotovo svih zemalja i po tome što su pogođene gotovo sve privredne grane. S druge strane, finansijske krize omogućavaju i sticanje bogatstva onima koji su u mogućnosti da investiraju u obezvređene hartije od vrednosti. S obzirom da je aktualna kriza izuzetno razorna, veliki su i potencijalni dobici. Na manje razvijenom tržištu kapitala, kakvo je i ono u Srbiji, moderna portfolio teorija i dalje je dobar teorijski okvir ali ne i pouzdan vodič za donošenje konkretnih investicionih odluka. Investiranje zasnovano na potfolio teoriji pretpostavlja da cene u velikoj meri odražavaju realnu vrednost akcija. Na plitkim i nerazvijenim berzama u Srbiji i drugim tranzicionim ekonomijama to nije slučaj.

U ovakvim uslovima, poželjnije je tzv. fokusirano investiranje. Ovaj pristup zahteva dopunski napor investitora da se u potpunosti upozna ne samo sa performansama hartije od vrednosti u koju ulaže već i sa detaljima posla koji iza nje stoji.

Ključne reči: FOKUSIRANO INVESTIRANJE, PORTFOLIO INVESTIRANJE, VREDNOVANJE KAPITALA

Summary

Current financial crisis is specific in its depth, the fact that it has reached almost all capital markets, and by the fact that almost all economic sectors are affected. On the other hand, financial crises enable also acquisition of wealth to those who are able to invest in devaluated securities. Since the current crisis is extremely destructive, the potential gains are also immense. In the emerging market, such as Serbian market, Modern portfolio theory is still a good theoretical framework, but no longer a reliable guide for making specific investment decisions. Investing based on portfolio theories, namely, presupposes that the prices to a large extent reflect the real value of securities. This is not the case in the shallow and less developed stock exchanges. In these conditions, the more desirable is so-called focused investment, at the same time taking into account the lower transparency of the issuer. This approach requires additional effort of investors to be fully acquainted not only with the performance of securities in which to enter, but also details the business that stands behind it.

Keywords: FOCUSED INVESTMENT, PORTFOLIO INVESTMENT, CAPITAL EVALUATION

UVOD - KRIZE NA BERZAMA

Oba indeksa Beogradske berze su u periodu januar – jun 2008. godine izgubila na vrednosti. Vrednost indeksa BELEXline pala je sa 3.830,84 na 3.092,44, odnosno za 23,9%, a vrednost indeksa BELEX15 2.318,37 na 1.783,28, odnosno za 30%. Tome su doprineli uvezeni faktori, usled glo-

balnih poremećaja na svetskom tržištu kapitala, ali i domicilni faktori.

Veoma dugo je preovladavalo mišljenje da su realni i finansijski sektor samo dve strane iste medalje, da bi se potom ove dve sfere posmatrale potpuno odvojeno jer se steklo uverenje da realni i finansijski sektor imaju zaseban život. Stručnjaci koji su upo-

zoravali na neprirodnost podvajanja finansijskog od realnog sektora i da ovakva kretanja mogu biti samo privremenog karaktera su uglavnom marginalizovani, a njihovi stavovi su karakterisani kao stavovi zasnovani na *tradicionalnom učenju* koji su u novim uslovima prevaziđeni. Međutim, zbivanja u realnom životu su dovela do postepenog revidiranja shvatanja o zasebnosti, odnosno podvojenosti realne i finansijske sfere, jer se pokazalo da su ove dve sfere neodvojive i da snažno utiču jedna na drugu, odnosno da se anomalije u jednoj sferi snažno reflektuju i na drugu, iako se na kraće rokove zaista čini da iste imaju svoje zasebne živote. To najbolje pokazuje činjenica da je iza velikih kriza na berzama veoma često bio *balon nekretnina*. Da uzroci nisu jednostavni pokazuje primer američkog tržišta¹ i indeksa *Dow Jones*, gde je samo dve od deset najvećih promena indeksa moguće povezati sa tačno utvrđenim uzrokom.

Za privredu neke zemlje se kaže da je u krizi, odnosno u recesiji ukoliko BDP opada u dva uzastopna kvartala. Ukoliko to stanje traje duže od dva

¹ To su 14,9% rast indeksa 1931. godine zbog *Hooverove* pomoći bankama u vrednosti 500 mil.USD i 9,5% rast 1932. godine zbog liberalizacije FED-ove politike kamatnih stopa. IZVOR: Jermy Siegel u knjizi *Stocks for the long run*. Zupančić, A. [35].

uzastopna kvartala, govori se o sledećem stadijumu – depresiji. Međutim, berzanske krize nisu vezane na tako dug vremenski period, već za znatno kraći. One su silovite i nji-

Tabela br. 1: Najveće berzanske krize od 1973. godine

Period	Prinos u godini pre krize %	Najveći pad cena tokom krize %
Razvijena tržišta		
VI 1973.- XI 1974.	25,0	-39,9
X 1980.- VI 1982.	31,1	-22,9
VIII 1987.- I 1988.	26,8	-21,5
V 2001.- X 2002.	21,9	-46,8
Latinska Amerika		
VI 1980.- XII 1982.	71,0	-68,4
VII 1997.- I 1999.	57,1	-52,2
V 2001.- X 2002.	43,0	-52,4
Azijski Tigri		
XII 1978.- X 1980.	33,8	-43,7
IV 1996.- VIII 1998.	17,3	-71,9
I 2000.- IX 2001.	74,3	-57,6
Istočna Evropa		
II 1997.- IX 1998.	36,4	-70,4
III 2000.- IX 2000.	88,9	-42,4

Izvor: Patel, Saskar (1998): *Crisis in Developed and Emerging Stock Markets*, FAJ. i proračuni R. Kleindiensta za period posle 1996.²

² Petavs, S [30].

hov razorni uticaj vidljiv je već prvog dana masovne rasprodaje hartija od vrednosti. U Tabeli br. 1. dat je pregled najvećih kriza od 1973. godine.

Iracionalno ljudsko ponašanje je uzrok turbulencija na finansijskim tržištima. To se događa i zbog povećavanja bogatstva, brže i jeftinije komunikacije, evolucije nacionalnih i međunarodnih finansijskih sistema. Postoji model po kome, usled pozitivnog ekonomskog pomaka, od euforije preko panike dolazi do sloma. Ciklus manija i panika proizilazi iz procikličkih promena u ponudi kredita; ponuda kredita povećava se relativno brzo u konjunkturi, a zatim, kad oslabi privredni rast, i stopa rasta kredita često pada. Manija uključuje povećanje cena nekretnina, akcija, neke valute ili neke robe. Većina finansijskih kriza ima svojevrstu osobnost, sve prirodene uzroke, ali isto tako većina finansijskih kriza, ima mnoge zajedničke karakteristike. Primera radi, zajedničko za krizu „nizozemskog tulipanskog balona” iz 1636. godine, balon akcija u Sjedinjenim Državama 20-ih godina, balon nekretnina i akcija u Japanu i skandinavskim zemljama osamdesetih i balon venberzanskih akcija u Sjedinjenim Državama u kasnim devedesetim kada su nerealno naduvane cene imovine. Kada dođe do nerealnog rasta cene neke imovine, odnosno do stvaranja balona, ne postavlja

se pitanje: da li će doći do pucanja balona? već: šta će biti okidač krize, odnosno šta će biti inicijalna kapsula pucanja balona?

To može biti iznenadna propast neke kompanije, promena politike vlade, iznenadni zaokret makroekonomske politike ili neki drugi događaj koji će dovesti do toga da mnogi pohlepni kupci iznenada postanu uplašeni prodavci.

Tokom ekonomske ekspanzije investitori postaju sve više optimistični, a zajmodavci postaju sve skloniji riziku. Racionalni entuzijazam preobražava se u iracionalni entuzijazam, razvija se ekonomska euforija i dolazi do povećavanja investicionih i potrošačkih izdataka. Špekulacijske manije se ubrzavaju ekspanzijom novca i kredita. Većina ekspanzija novca i kredita ne dovodi do manije; mnogo je više ekonomskih ekspanzija nego manija.³

Ekonomskom sistemu potreban je zajmodavac u krajnjoj instanci, koji može u pravo vreme i na odgovarajući način da uspostavi poverenje i likvidnost. Nedostatak zajmodavca je u krajnjoj instanci produbio Veliku depresiju i doveo do katastrofalnih posledica.

Deset velikih finansijskih balona⁴:
1. nizozemski tulipanski balon
1636. godine.

³ Kindleberger, C.P. & Aliber, R. [17].

⁴ Kindleberger, C.P. & Aliber, R. [17].

2. Balon Južnog mora 1720. godine.
3. Balon Mississippija 1720. godine.
4. Balon cena akcija krajem 1920-ih godina, 1927 - 1929. godine.
5. Nagli i veliki porast bankarskih zajmova Meksiku i drugim zemljama u razvoju 1970-ih godina.
6. Balon nekretnina i akcija u Japanu 1985 - 1989. godine.
7. Balon nekretnina i akcija u Finskoj, Norveškoj i Švedskoj 1985 - 1989. godine.
8. Balon nekretnina i akcija u Tajlandu, Maleziji, Indoneziji i nekoliko drugih azijskih zemalja 1992 - 1997. godine
9. Nagli i veliki porast inostranog investiranja u Meksiku 1990 - 1993. godine.
10. Balon vanberzanskih akcija u Sjedinjenim Državama 1995 - 2000. godine.

Prethodno navedenom treba dodati i najnoviji balon nekretnina u SAD koji je pokosio svetska finansijska tržišta i čije posledice još izlaze na površinu. Naime, tokom leta 2007. godine pojavili su se jasni znaci krize u SAD, koja preta da dovede svet u novo inflatorno doba. Politika jeftinog novca FED-a omogućila je rast hipotekarnih kredita i odobravanje kredita kreditno nesposobnim dužnicima, računajući na konstantan rast vrednosti nekretnina na tržištu. Naime, od

1996. godine do 2006. godine cene stanova su porasle za 124 %.⁵ Međutim, nagli pad tržišta nekretnina doveo je do sloma hipotekarnog tržišta kredita. Veliki broj dužnika dospeo je u situaciju da više ne može da izmiruje ni obaveze po kamatama, dok je neotplaćen deo kredita pao ispod tržišnih vrednosti nekretnina. Emisija novca u cilju održavanja likvidnosti i sprečavanje propadanja velikih finansijskih insitucija dala je snažan zamah inflaciji. Široka disperzija rizika dovela je do širenja krize i na druge zemlje u ozbiljnim razmerama. Politika jeftinog novca, koja je dovela do obaranja vrednosti dolara, potpomognuta fiskalnom politikom usmerenom na smanjivanje poreza, u cilju omogućavanja veće potrošnje, uz brojne rizike prisutne u finansijskom sektoru, doprinela je seljenju kapitala u državne obveznice i blagajničke zapise uz izvlačenje kapitala iz finansijskog sektora i premeštanju ka produktnim berzama. Navedeni proces imao je za posledicu značajni berzanski rast zlata, sirovina i energenata. Dinamičan berzanski rast sirovina i energenata potpomognut je dinamičnim rastom novoindustrijalizovanih država. Skupi eneregenti učinili su, s druge strane, sve isplativijim ulaganje u proizvodnju sirovina za biogorivo, što je dovelo do smanjivanja površine namenjene

⁵ Dnevni list Politika od 30.03.2008. godine.

za proizvodnju hrane. To je doprinelo rastu cena životnih namirnica. Rast berzanskih cena proizvoda kotiranih u dolarima dodatno je uvećan i kao posledica kompenzovanja valutnog gubitka. Produblјivanje krize i njeno širenje na druge zemlje imalo je za posledicu smanјivanje potrošnje i pad investicione aktivnosti, što je pak doveo do pada cena sirovina i energenata.

Posledice aktualne krize su u toj meri značajne, da su prevazišle područje ekonomije i zašle u područje ideologije, budući da je ova kriza označila kraj neoliberalne ere. Naime, Centralna banka SAD (FED) se u martu ove godine, mimo ovlašćenja Kongresa, direktno angažovala na finansijskom tržištu, davanjem finansijske injekcije od 29. mlrd. USD kupcu⁶ investicione banke Bear Sterns, kako bi je spasla od bankrotstva.⁷ Ovo predstavlja prvi upliv FED-a u poslovanje subjekata na finansijskom tržištu nakon tridesetih godina prošlog veka. Početkom septembra Ministarstvo finansija je efektivno nacionalizovalo hipotekarne banke – *Fannie Mae* i *Freddie Mac*, koje predstavljaju ključne stubove složenog mehanizma finansiranja hipotekarnih kredita u SAD.⁸ ”Dugovi

ove dve kuću se kreće oko nivoa od 40% američkog BDP-a.”⁹ Povodom toga, *Nuriel Rubini*, profesor Univerziteta u Njujorku optužio je američku vladu i FED da ”izdaju zdrave tržišne principe i ’uvode socijalizam’, ali samo za kastu povlašćenih bogataša sa Wall Streeta. Očekivalo se da će ovo imati za posledicu uspostavljanje poverenja u finansijski sistem. Međutim, slučajevi *Lehman Brothers*¹⁰ i *Merill Lynch*¹¹ su dali za pravo analitičarima koji su predviđali dalju agoniju globalnog finansijskog sistema. Dok je *Bank of America* kupila čuvenu finansijsko brokersku kuću *Merill Lynch* za 50 mlrd.USD, scenario spasavanja se nije ponovio kada je rukovodstvo banke *Lehman Brothers*, četvrte američke investicione banke, zatražilo pomoć od FED-a nakon neuspešnog pokušaja pronalaženja strateškog partnera u Južnoj Koreji i Kini. Tako je *Lehman Brothers*, nakon što je ostvarila gubitak koji se procenjuje na 613 mlrd. USD¹² gubitaka otišla u stečaj.¹³

⁹ Katić, N., „Hazarderi bez pomoći”, Dnevni list *Politika* od 16.09.2008.

¹⁰ Braća Liman imala je oko 26.200 zaposlenih.

¹¹ Meril Linč ima oko 60.000 zaposlenih.

¹² Prema: Vujić, T., „Crni ponedeljak na Wall Streetu”, Dnevni list *Politika* od 16.09.2008.

¹³ Posle kraha hipotekarnog tržišta u SAD su ostale samo dve nezavisne banke *Morgan Stanley* i *Goldman Sachs*.

⁶ Centralna banka SAD je naterala rivalsku banku *J P Morgan* da preuzme deo akcija.

⁷ Prema: Dnevni list *Politika* od 30.03.2008. godine.

⁸ Prema: Katić, N., „Hazarderi bez pomoći”, Dnevni list *Politika* od 16.09.2008.

Danas se postavlja pitanje zašto su se vlada SAD i FED različito poneli u navedenim slučajevima. Saglasnosti oko toga još uvek nema. Jedna interpretacija je da je proces šticejenja neodgovornih hazardera novcem poreskim obveznika izvršen. Dalja "nacionalizacija gubitaka" uvećala bi ionako ogromni budžetski deficit SAD. "Postoji, međutim i druga dramatičnija interpretacija."¹⁴ Naime, "pojas za spasavanje" potražila je jedna od najvećih osiguravajućih kuća na svetu - AIG obraćajući se FED-u za pomoću od 40 mlrd.USD za preživljavanje.¹⁵ Ocene su da je dramski potencijal Lehman Brothers šala u odnosu na probleme koji mogu nastati na tržištu osiguranja¹⁶, pa se špekuliše da američke centralne vlasti možda samo štete za nove velike intervencije koje će uslediti.¹⁷

U svakom slučaju, intervencija FED-a je porazila ideju neoliberalizma koja je i začeta u SAD, i otvorila novi horizont globalnog finansijskog poretka.

¹⁴ Prema: Katić, N., „Hazarderi bez pomoći”, Dnevni list *Politika* od 16.09.2008.

¹⁵ Prema: Pantelić, M., „Suočavanje sa realnošću”, Dnevni list *Politika* od 16.09.2008.

¹⁶ Katić, N., „Hazarderi bez pomoći”, Dnevni list *Politika* od 16.09.2008.

¹⁷ Prema: Isto.

1. FOKUSIRANO INVESTIRANJE

Za najeklatantnijeg predstavnika fokusiranog investiranja neizbežno se uzima *Warren Buffet*. *Buffetova* uspešnost u investiranju u hartije od vrednosti čina ga, već godinama unazad, jednim od najbogatijih ljudi na svetu (Tabela br. 2 *Berkshire Hathaway Inc.*). Tako je, na primer, 1995. godine uvršten na drugo mesto Forbsove liste najbogatijih ljudi sa 44 mlrd. USD. Time je zasenio i svog profesora i rodonačelnika fokusiranog investiranja Benjamina Grahama, koji je sa Davidom Doddodom 1934. godine objavio knjigu *Analiza hartija od vrednosti*. Knjiga je postala osnova za „superinvestitore” *Charlia Mungera, Bill Ruana, Lou Simpsona, Warrena Buffetta* i mnoge druge.

1.1 Osnove fokusiranog investiranja

Diversifikacija kao glavni metod upravljanja rizikom distribuiranog investiranja zasnovanog na Morednoj portfolio teoriji, gubi svoj smisao kod fokusiranog investiranja. Ovde se posmatra rizik svake pojedinačne operacije. Fokusirano investiranje se zasniva na nekoliko postulata¹⁸:

¹⁸ Kojima se rukovode Warren Buffet, Benjamina Graham i dr sistematizovano prema Hegstrom, R.G, [12].

1. Hartije od vrednosti se analiziraju kroz konkretan posao koji stoji iza njih.
2. Zahteva se prag sigurnosti za svaku kupovinu.
3. Investira se u desetak akcija
4. Fokusiranim portfoliom se upravlja sa malim obimom prometa.
5. Obavezna zaštita od špekulantskih i emotivnih sila tržišta.
6. Obavezno je poverenje u upravu koja vodi preduzeće čije akcije se kupuju
7. Investira se dugoročno (5-10.godina) i ne obazire se na oscilacije cena.

Većina investitora u prvom redu posmatra cenu i moguće pravce promene cena bez razumevanja poslovanja preduzeća emitenta akcije. *Warren Buffet posmatra ekonomiku preduzeća kao da će sutra postati njen izvršni direktor*¹⁹. Pri tome ne analizira pokazatelje akcija (P/E, P/B...) već performanse preduzeća, odnosno business-a preduzeća. Tek nakon toga proverava cenu. Kupovina akcije je kupovina dela businessa preduzeća, zajedno sa njegovim izgledima u budućnosti.

Prema Benjaminu Grahamu, prag sigurnosti automatski postoji kada je cena hartije od vrednosti značajno niža od realne vrednosti. Iako je realna vrednost neuhvatljiva kategorija

¹⁹ Hegstrom, R.G, [12] str. 25.

Tabela br. 2
Berkshire Hathaway Inc.

godina	Vrednost akcije (%) Berkshire Hathaway Inc.	S&P 500 (%)
1965	23,8	10,0
1966	20,3	-11,7
1967	11,0	30,9
1968	19,0	11,0
1969	16,2	-8,4
1970	12,0	3,9
1971	16,4	14,6
1972	21,7	18,9
1973	4,7	-14,8
1974	5,5	-26,4
1975	21,9	37,2
1976	59,3	23,6
1977	31,9	-7,4
1978	24,0	6,4
1979	35,7	18,2
1980	19,3	32,3
1981	31,4	-5,0
1982	40,0	21,4
1983	32,3	22,4
1984	13,6	6,1
1985	48,2	31,6
1986	26,1	18,6
1987	19,5	5,1
1988	20,1	16,6
1989	44,4	31,7
1990	7,4	-3,1
1991	39,6	30,5
1992	20,3	7,6
1993	14,3	10,1
1994	13,9	1,3
1995	43,1	37,6
1996	31,8	23,0
1997	34,1	33,4
1998	48,3	28,6
1999	0,5	21,0
2000	6,5	15,6
2001	-6,2	-11,9
prosečni godišnji prinos	23,6	13,0
standardna devijacija	14,7	16,7
minimum	-6,2	-26,4
maksimum	59,3	37,6

Izvor: Hegstrom, R.G. [12], str. 64
– Godišnji izveštaj Berkshire Hathaway Inc za 1999. godinu.

ona se razlikuje od objavljene tržišne cene i dovoljno ju je približno izračunati da bi se mogla uporediti sa cenom. Tome je Graham dodao još dva pravila: 1. kupuje se preduzeće za manje od dve trećine vrednosti njegove neto (čiste) imovine (sopstvenog kapitala); i 2. treba se usresrediti na poslove sa niskim odnosom cena-zarada (P/E ratio). Vremenom su ova pravila dopunjena vrednovanjem zasnovanim na diskontovanju novčanih tokova. Saglasno navedenom, Graham je ukazivao da kada dođe do pada cena na tržištu: (a) ne treba paničiti i žuriti sa prodajom; (b) razmotriti još jednom dugoročne performanse poslovanja kompanije; (c) kupiti još hartija od vrednosti ukoliko se performanse poslovanja nisu promenile.

Prema Philipu Fisheru optimalno je ograničiti portfolio na manje od 10 različitih akcija, pri čemu je on sam imao 75% ukupnih svojih investicija alociranih u 3 do 4 akcije. Bolje je posedovati nekoliko izuzetnih preduzeća nego veliki broj prosečnih, je jedan od osnovnih Fisherovih principa²⁰.

²⁰ Potrebno je naglasiti da i među navedenim predstavnicima fokusiranog investiranja postoje razlike. Grahamova istraživanja su se bazirala samo na merljivim faktorima, dok se je Fisher više posvetio budućim izgledima preduzeća i sposobnosti uprave. Iako razlike postoje, njihovi principi se mogu posmatrati više kao komplementarni nego kao suprotstavljeni.

Navedeni predstavnici fokusiranog investiranja smatraju da se sa povećanjem različitih akcija u portfoliju povećava i verovatnoća da će investitor kupiti akcije o kojima ne zna dovoljno. Deset je dobar broj, a više od 20 stvara nevolje²¹.

Veoma često se može videti da investicioni fondovi, bez obzira da li prate kretanje nekog indeksa, ili primenjuju drugu investicionu politiku, ostvaruju slabije rezultate nego sam indeks. Ovo se objašnjava time što fondovi, u cilju smanjenja rizika, drže u svom portfoliju i državne vrednosne papire, koji nose manje prinose.

Pored toga, fondovi imaju i određene transakcione troškove. Portfolio menadžeri su često fokusirani na kratkoročni rast vrednosti hartije od vrednosti, pa zbog toga često kupuju i prodaju hartije od vrednosti i na taj način prave dodatne troškove, ali i propuštaju potencijalni rast vrednosti akcija u srednjem, a posebno dužem roku. Navedeno važi za sve investitore koji aktivno upravljaju portfoliom.

Za investitora je veoma važno da ne podleže špekulantskim i emotivnim silama tržišta. Investiranje podrazumeva anticipiranje stope prinosa na sopstveni kapital, a špekulacija anticipiranje psihologije tržišta²². Strpljenje je veoma važno.

²¹ Hegstrom, R.G, [12] str.147.

²² Keynes, J.M. [16].

Od posebnog značaja je poverenje u upravu (menadžment) preduzeća čije akcije su predmet kupovine. Jer natprosečne performanse preduzeća uglavnom su rezultat nadprosečno sposobnog menadžmenta. Natprosečno sposobna uprava usmerena je na obezbeđivanje permanentnog dobitka u narednih 20-ak godina. Svoje planove, dakle, bazira na dugi rok. Za potpuno razumevanje potrebno je razgovarati i upoznati upravu i njihove ciljeve. Kao veoma važne ističu se osobine racionalnost i iskrenost, što je posebno važno kada postoje problemi u poslovanju društva emitenta. Tada je potrebno da investitor ima poverenje u upravu koja mora prezentovati plan savladavanja problema.

Investiranje treba da se vrši na dug rok (5-10. godina²³), pri čemu ne treba prodavati akcije usled oscilacija cena. Cene su samo odraz kratkoročnih kretanja na tržištu. Kada dođe do pada cena, investitor treba da preispita da li je došlo do pogoršanja performansi preduzeća emitenta. Ukoliko se zaključi da performanse kompanije nisu pogoršane, tada je najracionalnije kupovati akcije dotičnog preduzeća, budući da pad cena omogućava njihovo sticanje po potcenjenim vrednostima.

U jednoj rečenici Warren Buffeta iz Godišnjeg izveštaja Berkshire

²³ Na pitanje kada treba prodati akcije Warren Buffet je odgovorio: „Nikad” Prema, Hegstrom, R.G, [12].

Hathaway Inc za 1999. godinu može se sumirati srž fokusiranog investiranja: „Kupovina po razumnoj ceni, parcijalnog interesa u nekom (investitoru) lako razumljivom poslu, za koji je gotovo izvesno da će ostvariti dobit u narednih 5, 10 ili 20 godina”²⁴.

Tabela br. 3: Program investiranja u obične akcije

	ODBACITI	PRIHVATITI
korak 1	tehničku analizu	fundamentalnu analizu
korak 2	rast radi samog rasta	stvarnu vrednost
korak 3	računovodstvenu vrednost	ekonomsku vrednost
korak 4	cenovne modele	modele vrednovanja

Izvor: Global Value Investing with Stock Valuation. [10]

1.1.1 Program investiranja u obične akcije

Polazišna osnova za investiranje u obične akcije čini program investiranja. Praćenje koraka ovog programa je

²⁴ Hegstrom, R.G, [12] str.20.

kao „plesanje valcera na putu do uspeha”. Ali, treba imati u vidu da ne postoje laki putevi do bogatstva, ali da postoji puno puteva do propasti na Wall Streetu²⁵. Ne postoji ispravan put za sve investitore. Program investiranja u obične akcije, koji obezbeđuje okvir za proces njihovog odabira, zasniiva se na stvarnim (fundamentalnim, istinskim, suštinskim) vrednostima.

Mogućnost raščlanjivanja programa investiranja u obične akcije na korake i izbore je neograničena. Prva dva koraka pomažu investitoru da prevaziđe strah i pohlepu i da se udalji od divljine tržišta. Treći i četvrti korak su potrebni da bi se prevazišlo neznanje i „prešla pustinja do obećane zemlje”. U završnom koraku identifikuje se najprihvatljiviji model. Izbor modela je ključan jer neki modeli imaju kontradiktorne premise²⁶.

PRVI KORAK: Tehnička analiza počiva na pretpostavci da se cene akcija u budućnosti kreću prema trendovima i obrascima iz prošlosti, pa je ključ uspeha u njihovom predviđanju i prepoznavanju zakonitosti, pre ostalih učesnika na tržištu. Pripadnost preduzeća određenoj privrednoj grani i tržištu na kojem posluje nisu od značaja na predviđanje budućih cena akcija.

Tehnička analiza se oslanja na brojne teorije, metode i grafičke tehnike. Tu se ubrajaju: teorija pojedinačnih akcija (*odd lot*), Dow teorija (*Dow's Theory*), teorija prodaje na prazno (*short sale*), teorija rasta i pada (*advance-decline*) i teorija rasta i pada obima (*advance-decline volume*)²⁷. Osnovne vrste grafikona koje se koriste kod tehničke analize su: linijski (*linechart*), stubični (barchart), Point & Figure i Candestick grafikoni. Metode grafičke analize koje se koriste su: Pomoćna i otporna linija, koridor i linija trenda, analiza klizajućeg proseka i analiza formacija. Suština je da se na osnovu praćenja promene cena tokom vremena, prepoznaju obrasci ponašanja. Tehnička analiza podvrgnuta je brojnim kritikama. Neke idu tako daleko da je nazivaju „interesom odevenim u kvazinaučno delo”²⁸.

DRUGI KORAK: Stvarna (fundamentalna) vrednost akcije određena je prinosnom sposobnošću preduzeća (privrednog društva). U literaturi se može naići i na stav prema kome stvarna vrednost akcije odgovara tržišnoj vrednosti akcije korigovanoj za maržu sigurnosti (*margin of safety*).²⁹ Teorijski posmatrano tržišna vrednost ima

²⁵ Global Value Investing with Stock Valuation. [10].

²⁶ Global Value Investing with Stock Valuation. [10].

²⁷ Jovanović, P. [14], str. 43.

²⁸ Foley, B. J. [8], str. 29.

²⁹ Global Value Investing with Stock Valuation. [10].

uporište u prinosnoj vrednosti, ali se u praksi ove vrednosti neretko razlikuju.³⁰ Budući da je stvarna vrednost bazirana na prinosnoj vrednosti, ona ne zavisi od tekućih berzanskih cena i promena na tržištu.

Dakle, stvarna vrednost označava koliko preduzeće vredi njegovom vlasniku nezavisno od tržišta akcija i dnevnih kotacija. Ona je apsolutni standard koji služi za poređenje sa tržišnim cenama, i na osnovu nje se ocenjuje da li je određena akcija potcenjena ili precenjena. Prema tome, kada tržišna vrednost odstupa od prinosne vrednosti, tada su obične akcije potcenjene ili precenjene. Međutim, stvari nisu jednostavne kako se može učiniti na prvi pogled. Prinosna vrednost akcije se određuje na osnovu prinosne vrednosti preduzeća, ali svaka akcija ne vredi podjednako. Naime, akcije čijom kupovinom se stiče kontrolni paket imaju daleko veću cenu nego kada to nije slučaj. Koncept izbora cena takođe nije bez nedoumica. Za tržišnu cenu može se izabrati: cena na zatvaranju, cena na otvaranju, cena ponude, cena tražnje, cena poslednje trgovine za bilo koji broj akcija ili cena poslednje trgovine za određeni akcija. Međutim, **samo cena poslednjeg trgovanja je tržišna cena** (jer je realizovana), sve ostalo (cena ponude, tražnje) su cene na tržištu (potencijalne cene).

³⁰ Pogledati opširnije u: Pavlović, V. & Knežević G. [29].

Treba imati u vidu da i sama metoda kojom se trguje na berzi utiče na cene. Povezanost faktora stvarne vrednosti i tržišne cene prikazani su u Tabeli br. 4. Iz tabele se vidi da je uticaj analitičkih faktora na tržišnu cenu delimičan i indirektan. Delimičan jer se često nadmeće sa čisto spekulativnim faktorima koji utiču na cenu u suprotnom smeru. Indirektan je jer utiče posredstvom ljudskog sentimenta i odluka. Drugim rečima, tržište nije mašina za merenje na kojoj se meri vrednost, nego je pre glasačka mašina gde nebrojeni pojedinci registruju izbore koji su delimično proizvod razuma, a delimično emocija.

TREĆI KORAK: Knjigovodstvena vrednost (bilansna vrednost) preduzeća predstavlja vrednost sopstvenog kapitala preduzeća iskazana u bilansu, a knjigovodstvena vrednost obične akcije (book value per share) se dobija tako što se iskazana vrednost sopstvenog kapitala umanjena za vrednost emitovanih preferencijalnih akcija podeli sa brojem emitovanih običnih akcija. Za knjigovodstvenu vrednost je važno istaći da ne predstavlja standardnu vrednost. Naime, pod knjigovodstvenom, odnosno bilansnom vrednošću preduzeća podrazumeva se ona vrednost koja je iskazana u poslovnim knjigama sačinjenim prema propisima koji regulišu vođenje poslovnih knjiga, njihovo zaključivanje i sastavljanje finansijskih

(računovodstvenih) izveštaja, a propisi koji uređuju pitanja bilansiranja i procenjivanja imovine i obaveza nisu univerzalni, već se razlikuju u zavisnosti od opredeljenja države. Propisi uvek ostavljaju i mogućnost primene alternativnih računovodstvenih politika, a računovodstvene procene podrazumevaju subjektivizam.

„U stručnoj literaturi, pa i u pojedinim zakonskim tekstovima često se nailazi na stav da knjigovodstvena vrednost preduzeća predstavlja rezultat primene određene metode procenjivanja vrednosti preduzeća, takozvane 'metode knjigovodstvene vrednosti, pri čemu se ocenjuje da je u različitim slučajevima ova metoda više ili manje podobna za procenjivanje vrednosti preduzeća. Međutim, postupak oduzimanja vrednosti obaveza od vrednosti aktive ili vrednosti sredstava se ne može podvesti pod pojam 'metode', te se na taj način dobijena vrednost sopstvenog kapitala ne može smatrati rezultatom primene određene metode. Prema tome, kada se govori o metodi knjigovodstvene vrednosti, zapravo se ima u vidu knjigovodstveni sistem obuhvatanja transakcija (poslovnih promena) preduzeća, putem koga se dolazi do vrednosti sopstvenog kapitala.“³¹ Danas je sve prisutnija kritika knjigovodstvene vrednosti, budući da se javlja sve veći disparitet između knjigovodstvene i tržišne vrednosti preduzeća.

³¹ Pavlović, V.[27].

Međutim, „redovni bilans i nema za cilj da prikaže tržišnu vrednost preduzeća, a sasvim je normalno da tržišna vrednost preduzeća nadmašuje njegovu knjigovodstvenu vrednost. Bilans usmeren na iskazivanje vrednosti preduzeća nije redovni bilans, već specijalni bilans.“³²

ČETVRTI KORAK: Iako u osnovi investiranje u hartije od vrednosti ima za cilj mobilizaciju i koncentraciju finansijskih sredstava, radi ulaganja u realnu aktivu, ova vrsta investiranja ima i svoje specifičnosti koje su rezultirale posebnom teorijskom osnovom (portfolio teorija) i finansijskim tržištima na kojima se kroz kupoprodaje različitih hartija od vrednosti obavlja veliki broj transakcija ogromne vrednosti. Pri rešavanju navedenih problema najveću popularnost imaju CAPM model - Model cene kapitalne aktive, APT - Arbitražna teorija cena i OPM – Model određivanja cena opcija³³, kao cenovni modeli,

³² Pavlović, V.[26].

³³ Treći model u grupi cenovnih modela je Model utvrđivanja cena opcija *OPM Option Pricing Model*, poznatiji kao *Black-Scholesov*. Model počiva na bezrizičnom hedgingu- na potpunoj zaštiti investitora bez obzira na kretanje osnovne aktive. Model predstavlja analitičko oruđe i metodologiju koja je u širokoj upotrebi u rešavanju mnogih tipova finansijskih problema, ne samo utvrđivanja cena opcija.


FINANSIJE

nasuprot DCF - Metodi diskontovanja cash flowa, kao vrednosnom modelu.

Metoda diskontovanja novčanog toka (*cash flowa*) predstavlja jednu od varijanti prinisne metode. Naime, pri-

nosna vrednost se može procenjivati polazeći od: budućih dividendi, budućih rezultata (dobitaka ili novčanog toka) ili oportunitetnih investicija. Zasnovanost prinisne vrednosti na za-

Tabela br. 4: Povezanost faktora stvarne vrednosti i tržišne cene

I Opšti tržišni faktori				
II Individualni faktori	A. Spekulativni	1. Tržišni faktori	a. Tehnički	
			b. Manipulativni	
			c. Psihološki	
	A. Spekulativni B. Investicioni	2. Faktori buduće vrednosti	a. Upravljanje i reputacija	
			b. Uslovi konkurencije i očekivanja	STAV JAVNOSTI PREMA PROBLEMU
			c. Verovatne i moguće promene u obimu, ceni i troškovima	PONUDE
	B. Investicioni	3. Stvarna vrednost	a. Zarade	TRŽIŠNA CENA
			b. Dividende	
			c. Imovina	
			d. Struktura kapitala	
			e. Ostalo	

Izvor: *Global Value Investing with Stock Valuation*. [10]

Tabela br. 5: Pretpostavke najjednostavnijih DCF modela

BROJ	PRETPOSTAVKA	OPIS
1	STALNA	deterministička procena vrednosti umesto stohastičke procene vrednosti za svaki period u budućnosti
2	STALNA	stalni devizni kurs kod diskontovanja dividendi iz inostranstva za svaki period u budućnosti
3	NULA	nema graničnih zajmova za svaki period u budućnosti
4	NULA	nema poreza na prihod za svaki period u budućnosti
5	NULA	nema transakcionih troškova za svaki period u budućnosti
6	STALNA	stalna diskontna stopa za svaki period u budućnosti
7	STALNA	bez inflacije za svaki period u budućnosti
8	STALNA	stalna isplata dividende u gotovini za svaki period u budućnosti

Izvor: Global Value Investing with Stock Valuation.[10].

rađivačkoj moći preduzeća čini ovaj vrednosni koncept kompatibilnim s ciljem poslovanja, gde se profit javlja kao osnovni pokretač privređivanja u tržišnoj ekonomiji, te se smatra i najvažnijim konceptom vrednosti kada je u pitanju vrednovanje preduzeća kao celine. Zbog toga je opšteprihvaćen stav da je prinosa vrednost preduzeća bazična, primarna i nezaobilazna, tj. prava vrednost preduzeća.

Po logici stvari, tržišna cena treba da teži prinosa vrednosti preduzeća. Međutim, investitori različito anticipi-

raju budući cash flow i različito ocenjuju rizik. Ispostavlja se da je prognostička tačnost analitičara prilično niska. Prosečna greška je na nivou jedne trećine središnje prognoze. Pretpostavke DCF metode u najjednostavnijoj formi prikazuje Tabela br. 5.

1.1.2 Proces odabira običnih akcija

Proces odabira običnih akcija u četiri koraka je praktičan pandan teorijskom Programu investiranja u

Tabela br. 6: Proces odabira običnih akcija

	Proces izbora običnih AKCIJA
Korak 1	Traženje ideja za investiranje u okviru kompetencije.
Korak 2	Vrednovanje preduzeća korišćenjem metode diskontovanog novčanog toka
Korak 3	Iscrpno proučavanje preduzeća i njegove konkurencije.
Korak 4	Odlučiti da li kupiti sa maržom sigurnosti, prodati ili zadržati.

Izvor: Global Value Investing with Stock Valuation.[10]

obične akcije. Dok Investiranje u četiri koraka objašnjava zašto investirati na osnovu stvarne vrednosti, Proces odabira običnih akcija pokazuje kako investirati na osnovu stvarne vrednosti.

Svaki korak u procesu odabira akcija dizajniran je, pre svega, uvažavajući sigurnost. Broj koraka je proizvoljno definisan tako da se jasno istaknu najkritičnije komponente. Četiri koraka u procesu su sažeti u Tabeli br. 6.

PRVI KORAK: TRAŽENJE:

Pretražiti što više mogućnosti investiranja u hartije od vrednosti da bi se identifikovale prihvatljive alternative za investiranje i dalje analize. Model vrednovanja se može primenjivati na društva, akcije, obveznice i gotovinu (uloženu u fondove), a najčešće se koristi kod investiranja u obične akcije.

Područje kompetencije bi trebalo da bude definisano ili izborom seta akcija ili bar jednim kriterijumom

traženja akcija. Ono odražava individualne kvalitete, uključujući toleranciju prema riziku, temperament, interesovanja, inteligenciju i sposobnost prosuđivanja. Određeni krug kompetencije je prvobitno zasnovan na području interesovanja na kojem kompetencija raste s iskustvom na tom području. Drugi kriterijum za traženje akcija treba da bude zasnovan na investitorovom tumačenju ekonomskih osnova, finansijskim izveštajima i narativnom (tekstualnom) objavom. Tumačenje zahteva prevod sa onoga šta su brojevi, na to šta brojevi znače.

Primarne metode traženja su: (a) mehaničko filtriranje (skeniranje) i rangiranje baze podataka, ili štampanjem ili digitalno, sa ili bez softvera za skeniranje i sortiranje, (b) praćenje poslovnih i finansijskih novosti, (c) sprovođenje naučnih istraživanja i (d) preuzimanje ideja od drugih investitora.

DRUGI KORAK: PROCENA.

Proceniti kompaniju kandidata (obične akcije kompanije) tako što se procenjuje prava, fundamentalna, vrednost kapitala, a zatim se procenjuje marža sigurnosti³⁴. Ovo podrazumeva primenu jedne ili više metoda, a obavezno metode zasnovane na prinosnom konceptu - najčešće metode diskontovanja neto *cash flowa*. U literaturi se povremeno ističe da procena likvidacione vrednosti društva može da posluži kao provera njene trenutne cene na berzi, a zakonodavac u Srbiji je čak i odredio likvidacionu vrednost kao kontrolnu vrednost za potrebe privatizacije. Međutim, problematika likvidacionog bilansa je daleko kompleksnija nego što se na prvi pogled čini. U bilansnoj teoriji ne postoji jedinstveni stav po pitanju procenjivanja bilansnih pozicija u likvidacionom bilansu. Budući da je po pravilu u zakonskim odredbama samo propisano da procenjivanje treba da odgovara cilju bilansa, nailazi se na različito tretiranje likvidacionog bilansa u stručnoj literaturi i različito rešavanje u poslovnoj praksi. „ Glavne opcije su rezultat dileme da li bilans likvidacije treba shvatiti kao (1) bilans uspeha (eine Erfolgsbilanz) ili kao (2) status bilans (eine Statusbilanz)“.³⁵ Nesporni auto-

ritet teorije bilansa *Eugen Schmalenbach* zauzima stav da likvidacioni bilans mora da bude bilans uspeha. Jer likvidacija društva nije čin koji se trenutno obavlja već proces koji može potrajati i više obračunskih perioda, budući da likvidacija podrazumeva i dovršavanje pojedinih započetih poslova, pa se javlja potreba za praćenjem uspešnosti njenog sprovođenja. Pored Schmalenbach-a, ovaj stav podržavaju i *Adler, Godin i Wilhelmi*.³⁶ Opređeljivanje *Schmalenbacha* za uspešni bilans posledica je brojnih slabosti status bilansa likvidacije. Schmalenbach navodi da „likvidator sastavlja, po pravilu, likvidacioni bilans zbog koga se u potaji smeje; on ga sastavlja jer je tako propisano.“³⁷ Jer bilans zaduženja koji sadrži verovatne (šacovane) utrške (prihode od prodaje) je potpuno nesigurna stvar. Likvidator obično ne zna da li da proda preduzeće kao celinu, samo postrojenja kao celinu ili bar zgrade sa pogonskim mašinama ili, pak, celo preduzeće u delovima. Ovo će se sve ustanoviti tek prilikom likvidacije. Osim toga vrednosti (cene) koje se mogu postići se teško procenjuju. Ako je bilans likvidacije uspešan bilans, onda je on u stvari, običan bilans. S druge strane,

³⁴ Marža sigurnosti (*margin of safety*) predstavlja razliku između stvarne vrednosti i tržišne cene obične akcije.

³⁵ Ranković, J. [31], str. 266.

³⁶ Prema: Ranković, J. [31], str. 266-268.

³⁷ Schmalenbach, E.(1933): *Dynamische Bilanz*, 6. Aug., Gloeckner Verlag, Leipzig, str. 301-302, Prema: Ranković, J. [31], str. 266.

pod uticajem mišljenja da likvidacioni bilans predstavlja bilans raspodele imovine, u ekonomskoj i pravnoj literaturi, danas, preovlađuje mišljenje da se u likvidacionom bilansu imovinski predmeti procenjuju prema pretpostavljenim prodajnim cenama koje odgovaraju pretpostavljenim prihodima od prodaje. Prema tome, merodavne su prilike i cene sa tržišta prodaje. Međutim, realizacija zahteva za ponovnim procenjivanjem sa pretpostavljenim vrednostima realizacije, nailazi, kako je to Schmalenbach još davno primetio, na ozbiljne teškoće u praktičnoj primeni. „Upravo su teškoće praktične prirode i bile razlog pojave nejedinstva u stručnoj literaturi i neretko isticanje alternative: ponovna procena ili nastavljanje sa knjigovodstvenim vrednostima.“³⁸

U načelu reprodukciona vrednost preduzeća može da posluži kao pogodna osnova za određivanje kontrolne vrednosti običnih akcija, budući da reprodukciona vrednost predstavlja „minimalnu vrednost firme“³⁹. Reprodukciona metoda sama po sebi i ne predstavlja samostalnu metodu evaluacije, već više sintezu različitih metoda na koje se široko poziva za vrednovanje imovine.⁴⁰ Takođe, treba obratiti pažnju na hibridne modele koji uključuju i vrednovanje i određivanje

cene kao što je korišćenje beta koeficijenta ili takozvane promenljivosti. Ovo podrazumeva poznavanje beta koeficijenta specifičnog za tržište, industriju i kompaniju. Modeli određivanja cena uključuju korišćenje dijagrama tehničkih analiza za trend i za trenutak. *Prečesto, rep tržišne analize završi izazivajući psa analize sigurnosti*⁴¹. Distinkcija cenovnih i vrednosnih modela nije samo semantičke već i suštinske prirode –Tabela br. 7.

Prilikom relativnog vrednovanja potrebno je standardizovati pokazatelje i identifikovati društva za poređenje. Standardizovati se mogu kako vrednosti koje se odnose na sopstveni kapital tako i vrednosti koje se odnose na ukupni kapital, kroz:

prinos, koju ostvaruje sopstveni kapital odnosno ukupni kapital:

- P/E: cena akcije / dobit po akciji (PEG, Relative P/E),
- EV/EBITDA: (tržišna kapitalizacija + neto dug) / dobit iz poslovanja (poslovni dobitak) uvećan za amortizaciju i troškove finansiranja,
- EV/EBIT: (tržišna kapitalizacija + neto dug) / dobit iz poslovanja (poslovni dobitak),
- P/CF: cena akcije / (dobit po akciji + cash flow po akciji).

Knjigovodstvenom vrednošću kapitala odnosno sredstva:

³⁸ Ranković, J. [31], str. 267.

³⁹ Tadjeddine, Y. [34] str. 4.

⁴⁰ Videti opširnije u: Pavlović, V. [34]

⁴¹ IZVOR: *Global Value Investing with Stock Valuation*. [10]

- P/B: cena akcije / knjigovodstvena vrednost akcije,
- EV/Assets: (tržišna kapitalizacija + neto dug) / sredstva,
- EV/Replacment cost (tržišna kapitalizacija + neto dug) / troškovi zamene.

Prihodi od prodaje:

- Price/Sales (P/S): cena akcije / prihodi od prodaje po akciji,
- EV/Sales: (tržišna kapitalizacija + neto dug) / prihodi od prodaje.

Društvo za poređenje je društvo koje ima:

- sličnu očekivanu stopu rasta,
- sličnu rizičnost i
- slične novčane tokove, kao društvo koje se vrednuje.

U praksi se vrlo često društvo za poređenje definiše kao društvo koje

- posluje u istom sektoru i/ili deluje u istom sektoru i/ili
- ima sličnu geografsku strukturu prodaje kao vrednovano društvo.

Multiplikator P/E:

P/E: cena akcije na izbrani dan / dobit po akciji

Odnos pokazuje, koliko dinara mora kupac jedne akcije platiti za dinar dobitka po akciji. U zavisnosti od toga šta se uzima kao cena akcije, odnosno šta se uzima kao dobitak po akciji, mogući su i različiti P/E pokazatelji.

Cena akcije: Obično se uzima trenutna cena akcije na tržištu, ređe prosečna cena u poslednjih 6 ili 12 meseci.

Dobitak po akciji:

- dobitak po akciji ostvaren posled-

nje poslovne godine.

- dobitak po akciji ostvaren za prethodnih 12 meseci (*Trailing P/E*)
- anticipirani (projektovani) dobitak po akciji za narednu poslovnu godinu (*Forward P/E*).
- dobitak po akciji bez uzimanja u obzir izvedenih finansijskih instrumenata (undiluted)
- dobitak po akciji uključujući i izvedene finansijske instrumente (*diluted*).
- dobitak po akciji uzimanjem ili neuzimanjem u obzir vanrednih prihoda.
- dobitak po akciji u odnosu na različite računovodstvene standarde.

TREĆI KORAK: PROUČAVANJE: Proučavanje preduzeća, njegovih konkurenata i ocenjivanje da li je marža sigurnosti dovoljno visoka da opravda dalji interes. Cilj je da se odredi da li, i u kojoj meri, tržišna cena odstupa u odnosu na procenjenju vrednost, ili je procenjena vrednost akcije neadekvatna.

ČETVRTI KORAK: ODLUKA: Kupovini akcije obavezno pretihodi procenjivanje marže sigurnosti. Zadovoljavajuća marža sigurnosti je primarna, dok su transakcioni troškovi od sekundarnog značaja. Potrebno je i proveriti mogućnost kupovine akcija direktno od emitenta, odnosno bez učešća posrednika.

FINANSIJE

Tabela br. 7: Vrednosni v.s. cenovni modeli – dve perspektive

	ODREĐIVANJE VREDNOSTI	ODREĐIVANJE CENE
KRAJ	istina – stvarna vrednost	iluzija – granično mišljenje
SREDSTVA	metoda vrednovanja	mehanizam nadmetanja
USLOVI	od slučaja do slučaja	standardizovani
PRISTUP	racionalan, logičan	neracionalan, emotivan
ZNANJE	ekonomsko	psihološko, sociološko
PRINCIPI	teorija investiranja	ad hoc, empirijski
REZULTAT	vrednosni opseg	pojedinačna cena
PRECIZNOST	visoka nepreciznost	visoka preciznost
TAČNOST	unutar vrednosnog opsega	izvan vrednosnog opsega
INVESTIRANJE	u realna dobra	u pravo na dobra
IZVOR PODATAKA	izveštaji preduzeća	informacije sa tržišta
MERENJA	apsolutna	relativna
TIP ANALIZE	investiranje	portfolio akcija
JEDINICA ANALIZE	jedno preduzeće	poređenje dve akcije
VREME ANALIZE	trenutak u vremenu	poređenje dva perioda
HORIZONT	dugoročni	kratkoročni
UČESTALOST	sporadično po potrebi	kontinuirano
STABILNOST	spore, male promene	brze i velike promene
PRIMENA	pojedinačni odabir akcija	trgovanje akcijama

Izvor: Global Value Investing with Stock Valuation. [10]

Takođe, mora se proveriti da li je cena povoljna i da li je akcija likvidna na tržištu da bi se izbegle spekulativne situacije.

1.2 Rizik, diversifikacija i efikasnost tržišta u fokusiranom investiranju

Fokusirano investiranje na specifičan način sagledava rizik, diversifikaciju i efikasnost tržišta⁴². Moderna teorija portfolija rizik sagledava na osnovu promenljivosti cena akcija u određenom vremenskom periodu. Za fokusirano investiranje rizik se ne zasniva na promeni cena, već na pogrešnoj proceni realne vrednosti⁴³. Kako se akcije kupuju s ciljem da se drže duži vremenski period, pad cena akcija je mogućnost da se dodatno zaradi, te se kratkoročne fluktuacije cena ignorišu. Pri analizi rizika se koristi verovatnoća, odnosno: rizična investicija prestaje da bude toliko rizična ako procena dobitka na osnovu verovatnoće znatno nadmašuje gubitak procenjen na isti način⁴⁴.

Prema Modernoj portfolio teoriji široka **diversifikacija** ublažava promenljivost cena. U kontekstu fokusiranog investiranja, diversifikacija je poželjna samo ukoliko se svaka dodatna akcija analizira sa istom pažnjom kao i sve prethodne u portfoliju, te ako emitent te akcije ima slične performanse kao ostale, prethodno izabrane akcije. Zato se fokusirano investiranje naziva *politika koncentrisanog portfolija*. Preterana diversifikacija je logičan

pristup za nekog ko ne zna, ili ne želi da analizira konkretne poslove i služi kao paravan za neznalice⁴⁵. Sa fokusiranim investiranjem šanse da se pobedi tržište su mnogo veće nego u slučaju velike diversifikacije, međutim, šanse da se značajno podbaci u odnosu na tržište su takođe veće.

Teorija efikasnog tržišta, naročito njena jaka varijanta, govori da su u cene hartija od vrednosti ugrađene sve relevantne informacije, te da pojedinac, ili grupa investitora ne mogu pobediti tržište. Iako je tržište često efikasno, pogrešno bi bilo zaključiti da je ono uvek efikasno. Fokusirano investiranje, uz detaljne i duboke analize emitentna akcija, daje veće šanse da se na tržištu otkriju potcenjene akcije, koje kada su jednom otkrivene postaju nove zvezde na tržištu.

2. FOKUSIRANO INVESTIRANJE U SRBIJI

Pitanje u kojoj meri su tržišne vrednosti zasnovane na realnoj vrednosti sopstvenog kapitala sporno je samo po sebi. Budući da su kod mnogih ljudi emocije jače od razuma, a kada je reč o novcu, prevladavaju strah i pohlepa, ispostavlja se da se odluke o kupovini i prodaji hartija od vrednosti ne donose racionalno. Buf-

⁴² Videti opširnije u Muminović, S. [23].

⁴³ Hegstrom, R.G, [12] str.173.

⁴⁴ Hegstrom, R.G, [12] str.158.

⁴⁵ Warren Baffet u Outstanding Investor Digest, 08.08.1996. str 29

fet navodi da, kada se zna da na cenu hartija od vrednosti utiče „rulja” iz Wall Streeta, a da na nivo cena utiču i emotivne, pohlepne ili depresivne osobe, teško je prihvatiti tvrdnju da tržište uvek racionalno određuje cene. „U stvari tržišne cene su često besmislene.”⁴⁶ Kada je ovako na razvijenim tržištima, šta li se može očekivati od berzi u tranzicionim ekonomijama, gde se privatizacija vrši njenim posredstvom. Stoga, kada se analizira mesto i uloga berze u Srbiji, umesno je pitanje: „Da li je berza organizovano mesto za sučeljavanje ponude i tražnje kapitala, odnosno mesto na kome subjekti dolaze do kapitala, ili plasiraju svoje viškove, ili je berza mesto gde se vrši privatizacija društvene/državne imovine?... jer, ako je pozitivan odgovor na drugo pitanje, završetkom procesa privatizacije pretaće i potreba za postojanjem berzi.”⁴⁷ „Berza kao mesto gde se vrši privatizacija društvene/državne kapitala dovodi pod pitanje i hipotezu da se na berzama uspostavlja tržišna vrednost finansijskih instrumenata. Jer definicija tržišne vrednosti podrazumeva odsustvo ikakve prinude nad prodavcom da proda i kupcem da kupi. Budući da je prema Zakonu o privatizaciji prodavac u obavezi da proda, ispostavlja se da postignute vrednosti akcija u procesu privatizacije ne

⁴⁶ Hegstrom, R.G, [12] str.192.

⁴⁷ Muminović, S, [24], str. 67.

zadovoljavaju definiciju tržišne vrednosti.”⁴⁸ Pored niske kupovne moći stanovništva, odnosno male tražnje, i propisani model privatizacije dodatno je doprineo privatizaciji kapitala po niskim cenama. Jer propisivanje modela privatizacije prema kome se prodaje 70% kapitala onemogućava male investitore da u njoj učestvuju. Stoga kapital preduzeća se često privatizovao po nerealno niskim vrednostima, odnosno vrednostima koje su daleko ispod fundamentalne, prave vrednosti.

Određivanje metode preovlađujuće cene na osnovu veličine naloga za kupovinu je takođe doprinelo formiranje niže cene od moguće,⁴⁹ Model koji daje prednost veličini naloga značajno diskriminiše male i srednje investitore, favorizujući velike. Ispostavilo se, da je na skoro svakoj drugoj aukciji bilo kupaca koji su bili spremni da za ponuđene akcije plate veću cenu, ali to nisu uspeali.⁵⁰ Nakon toga, sitnim akcionarima je preostala mogućnost da se udruže i oforme paket od najmanje 2% vrednosti,⁵¹ što im je obezbedilo mo-

⁴⁸ Knežević, G. & Pavlović, V. [19].

⁴⁹ Preovlađujuća cena je cena po kojoj je ostvaren najveći promet akcija, meren brojem akcija. Ova metoda ima za cilj maksimizaciju obima prometa.

⁵⁰ Prema: Čulibrk, M., [4].

⁵¹ Metoda preovlađujuće cene se primenjuje kada je veličina paketa akcija namenjenih prodaji na berzi ispod 2% ukupnog broja emitovanih akcija od strane emitenta.

gućnost trgovine po modelu minimalna cena - minimalna količina.⁵²

Krajem 2004. godine na slobodnom berzanskom tržištu uvedena je kontinuirana trgovina akcijama domaćih preduzeća što je doprinelo značajnom porastu tržišne cene akcija kojima se trguje na ovaj način. Ali time se ne može povećati likvidnost tržišta, kao ni broj transakcija. „Srpsko tržište je plitko tržište (thin market), tržište koje ne daje objektivnu informaciju o ceni finansijskog instrumenta.“⁵³

Posmatrajući događanja na svetskom finansijskom tržištu (tržišta nekretnina, cene nafte i sirovina...), nije teško zaključiti da se efektu kontagijacije⁵⁴ srpsko tržište kapitala nije moglo odupreti. Strani investitori su veliki igrači na tržištu kapitala i svako njihovo povlačenje ili dolazak ostavlja svoje reperkusije na cene hartija od vrednosti. Beogradska berza je postala osetljivija na inostrane događaje kao posledica ulaska stranih investicionih i penzionih fondova. „Stranci su nekoliko godina unazad dominirali na domaćem tržištu kapitala, tako da se nji-

hova privremena investiciona neminovno odražava na ponudu i tražnju, tim pre što je srpska berza plitka, a na njenom zvaničnom listingu tržištu, Listing A, pomeću se akcije svaga tri preduzeća”⁵⁵, ističe direktor Beogradske berze. Na srpskom tržištu kapitala uglavnom posluju rizičniji investicioni fondovi rasta imovine, koji su u obavezi da minimum 75% imovine ulažu u akcije i 70% da investiraju na domaćem tržištu. Kao posledica navedenoga, kretanje vrednosti investicionih jedinica fondova je u direktnoj vezi sa kretanjem indeksa na berzi. Nerazvijeno i plitko tržište onemogućava fondovima lako oslobađanje od „nepoželjnih akcija”, budući da njihovo stavljanje u promet može drastično umanjiti već

⁵² Slučaj *Apatinske pivare* jasno je ukazao da različite metode prodaje dovode do formiranja različitih cena.. Naime, akcije *Apatinske pivare* koje su prodavali zaposleni imale cenu od 1.350 din po akciji, dok su akcije koje je prodavao Akcijski fond prodate za 11.300 din, što čini odnos 1:8.

⁵³ Knežević, G. & Pavlović, V. [19].

⁵⁴ Efekat kontagijacije (contagion) predstavlja prenošenje događaja (posledica) sa drugih (razvijenih) finansijskih tržišta na rastuća finansijska tržišta, iako ona mogu biti u minimalnim vezama sa tržištima na kojima su se te promene dogodile. Zato, investitori vrlo često donose odluke na osnovu faktora i procena koji nastaju daleko od date zemlje i koji nemaju mnogo veze sa razvojnim perspektivama odnosne zemlje. Tako je procenjeno da se 30-60% varijacija u prilivu i odlivu kapitala u Latinsku Ameriku i iz nje može objasniti promenama kamatnih stopa u SAD i promenama stopa privrednog rasta zemalja OECD-a

⁵⁵ Dnevni list *Politika*, br. 33906 od 30.03.2008.godine.

opadajuće tržišne cene, čime se dodatno smanjuje vrednost investicionih jedinica (zbog umanjene tržišne vrednosti neprodatih akcija). Političke prilike u Srbiji takođe ostavljaju trag na berzanske cene. Različito se ocenjuje u kojoj su meri pojedini faktori uticali na berzanska kretanja. Nesporno je da politička dešavanja utiču na berzanska kretanja, ali je teško oceniti njihov realni uticaj, imajući u vidu da je društvo u velikoj meri ispolitizovano. Mišljenja stručnjaka se kreću u dijapazonu da i najmanji signal zastajanja na putu ka evropskim integracijama ima za posledicu dramatična zbivanja na berzi, do stava da se politička dešavanja u velikoj meri ne reflektuju na berzanska zbivanja, pa čak i da se na berzanske promene svesno utiče kako bi se manipulisalo glasačima. Takođe je zapaženo da „domaći investitori mnogo lakše podležu panici povlačeći se sa tržišta od stranaca.“⁵⁶ Generalni direktor Beogradske berze ocenjuje da na berzanska kretanja u Srbiji „znatno više od domaćih političkih potresa deluju globalna događanja“⁵⁷, ističući krizu američkog tržišta rizičnih hipotekarnih obveznica kao epicentar potresa. U nastavku ističe da „ne treba zaboraviti ni na činjenicu da je lane, u vreme kada je Srbija, isto kao sad, imala

⁵⁶ Dnevni list *Politika*, br. 33906 od 30.03.3008.godine.

⁵⁷ Dnevni list *Politika*, br. 33906 od 30.03.3008.godine.

tehničku vladu, iz koje se povukao tada G-17, a pregovori sa EU bili prekinuti, berza najbolje stajala i da su se cene vinule u nebesa, poguravši indeks akcija uvis za maltene 100 procenata“.⁵⁸ U svakom slučaju politička zbivanja se nesumnjivo uticala na prepakivanje portfolija povećavajući učešće obveznica stare štednje.

Ono što posebno brine kada je u pitanju srpska privreda dolazi iz činjenice da se spoljni dug Srbije konstantno povećava, s jedne strane, uprkos tome što se vrši privatizacija državne imovine. Ova dva procesa uz visok priliv deviznih doznaka iz inostranstva imaju za posledicu precenjeni dinar, budući da se kurs određuje na osnovu ponude i tražnje. Jak dinar je doprineo olakšanom zaduživanju kako privrede tako i građana kod banaka uprkos tome što su kamate i provizije među najvišima u Evropi. Činjenica da dinar jača u odnosu na evro uprkos inflaciji u Srbiji koja višestruko nadmašuje inflaciju u zemljama EU predstavlja fenomen za sebe. U prilog privredi nikako ne ide ni obećano povećanje penzija. Izvoz u Srbiji je zabrinjavajuće nizak dok je, s druge strane, srpska privreda visoko uvezna zavisna. Ostaje pitanje kako obezbediti funkcionisanje finansijskog sistema nakon što se završi privatizacija, i šta činiti kada banke ocene da treba da

⁵⁸ Dnevni list *Politika*, br. 33906 od 30.03.3008.godine.

smanje unošenje deviza u zemlju. Isto tako, postavlja se pitanje u kojoj meri će globalna finansijska kriza uticati i na privredni, odnosno finansijski sistem Srbije. Rast kamatnih stopa treba svakako očekivati. U kojoj meri će privreda biti sposobna da vraća sve skuplje kredite ostaje da se vidi. Smanjivanje carinskih stopa joj sigurno neće olakšati poslovanje.

Prema tome, lako se može dogoditi da preduzeća sa dobrim finansijskim položajem nakon devalvacije dinara postanu nesolventna budući da su krediti indeksirani u evima. U navedenom slučaju, uz sve druge pomenute faktore, mnogi investitori koji su investicionu politiku bazirali na portfolio teoriji bi mogli da pretrpe velike gubitke, dok bi se investiranje na osnovu fokusiranog investiranja, pri čemu bi se odabirala slabo zadužena izvozna preduzeća kojima bi pad vrednosti dinara išao naruku (ukoliko nisu isuviše zadužena), i koja neće zapasti u probleme nakon smanjivanja carinskih stopa, pokazao kao pravi poslovni potez. Naravno, najisplativije i najmanje rizično je investiranje u domaća preduzeća koja robu plasiraju na domaćem tržištu, a nisu ugrožena inostranom konkurencijom zbog specifičnosti proizvodnje ili proizvoda ili visokih transportnih troškova, kao što su na primer cementare. Međutim, takva preduzeća su upravo i bila predmet kupovine inostranih investitora u procesu privatizacije, i po pravilu se akcijama tih preduzeća više ne trguje.

ZAKLJUČAK

Imajući u vidu da je Beogradska berza mesto na kome se vrši proces privatizacije, prirodno je da su promene berzanskog kursa učestalije. Na pitanje: da li je pad cene na berzi ujedno i pad vrednosti neke hartije od vrednosti, ili je to samo trenutno događanje na tržištu fokusirano investiranje daje nedvosmisleni odgovor. Cena akcije je samo trenutna vrednost koja je formirana na hirovitom tržištu, i ona je pod snažnim uticajem očekivanja koja su prvenstveno subjektivnog karaktera. I kao takva, cena akcije nije bitna, već stvarni posao emitenta akcije. Dakle, prema postulatima fokusiranog investiranja, sve promene berzanskog kursa koje nisu posledica promena u performansama preduzeća se apstrahuju.

Za razliku od Moderne portfolio teorije iza koje stoje nobelovci iza fokusiranog pristupa investiranju stoje uspesi *Warren Buffeta*, *Charlesa Mungera* i drugih koji ovaj pristup svakim danom čine sve zanimljivijim ne samo sa praktičnog već i sa teoretskog stanovišta. Prema američkom časopisu *Forbes* za 2005. godinu najbogatiji čovek na svetu posle *Bill Gatesa* je Buffet sa 42 mlrd. USD. *Buffetovo* bogatstvo se danas procenjuje na 50 mlrd. USD, što je 2 mlrd. USD manje nego prethodne godine.⁵⁹ Ovakvi uspesi zavređuju pažnju razmatranja modela investiranja koji primenjuje pomenuti investitor, i

⁵⁹ Prema: Dnevni list „*Politika*“ 19.09.2008.

primenjivost modela u Srbiji.

Cilj svakog investitora je da zaradi na osnovu kupoprodaje akcija, odnosno na rastu vrednosti kupljenih akcija. To je moguće ako cena akcije poraste nakon izvršene kupovine i/ili napolatom dividende. Stoga su investitori u stalnoj potrazi za akcijama čija će cena rasti. Prvenstveno ih zanima koliko će porasti cena i koliko će dugo biti u usponu. Postoje stavovi da vrednost akcije treba da odražava stvarnu ekonomsku vrednost preduzeća. Cena akcije može da varira oko te vrednosti, ali će na kraju uvek imati tendenciju gravitiranja prema njoj.

Prema tome, akcije su u poređenju sa stvarnom vrednošću ili precenjene ili potcenjene. Investiranje nije igra, ali se može napraviti analogija sa igranjem bridža. U bridžu postoje 53.644.737.765.488.792.839.237.440.000 mogućih deljenja. Igrač svakako nema vremena niti mogućnosti da nauči svako od njih. Interesantno je pomenuti istraživanje koje je sproveo dnevnik *Francisco Chronicle*. Naime, osam analitičara je zamoljeno da na početku godine odabere pet akcija, a zatim je prinos tih akcija upoređen sa prinosom drugih pet akcija koje je odabrala Jolyn - ženka orangutana iz vrta *Marine World/Africa USA, California*. Prema rezultatima objavljenim u kolumni dnevnika *Wall Street Journal* pod naslovom „Investicioni pikado“ Jolyn je pobeđivala investicione savetnike jednako koliko i oni nju.⁶⁰

Na listingu glavnih berzi u SAD nalazi se preko 5.000 kompanija. Vrednost akcija svake od njih se neprestano menja, tako da je broj „deljenja“ neograničen. Investitor nema vremena da određuje stvarnu vrednost svake akcije za svaki momenat trgovanja. Ono što može je da sledi prethodno navedene korake, koji mu pružaju solidnu vodilju. Najveća sličnost između igre-bridža i investiranja je da **nijedan sistem ne može da zameni ljudsko rasuđivanje i interpretaciju činjenica baziranu na inteligenciji, znanju i iskustvu.**

Suprotno navedenom su stavovi da je potraga za stvarnom, istinskom, vrednošću gubljenje vremena. Preferira se pristup koji se temelji na različitim pojmovima o određivanju cena akcija iz kojih se izvode investicione strategije. Investitor mora sam da donese odluku koji će pristup da izabere. Svako a priori odbacivanje jednog pristupa vodi isključivosti u odlučivanju.

Uzimajući u obzir navedene karakteristike fokusiranog investiranja i uvažavajući navedene prilike na tržištu kapitala u Srbiji, može se zaključiti da je fokusirano investiranje na Beogradskoj berzi poželjnija solucija nego što je investiranje zasnovano na portfolio teoriji, budući da cene akcija u velikoj meri ne odražavaju realnu vrednost tih akcija.

⁶⁰ Frederic S. Mishkin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006. Prema: Kapor, P., [15], str.97.

LITERATURA

1. Blake, D. (1990): *Financial Market Analysis*, London: McGraw-Hill Book (UK).
2. Brigham, E. & Daves, P. & Gapenski, L (2004): *Intermediate Financial Management*, Mason, Ohio: Thomson South-Western.
3. Brigham, E. & Gapenski, L. (1997): *Financial Management - Theory and Practice*,. Fort Worth: Dryden Press.
4. Čulibrk, M. (2002): „Trgovanje akcijama,” Beograd: *Ekonomist*, broj 113.
5. Dostanić, G. (2003): „Nedostatak kupaca,” *Ekonomist On line*, april.
6. Eror-Matić, B. & Latković, M. (2002): „Uspješnost poslovanja investicijskog fonda: mirovinska reforma i problem odabira fonda,” Zagreb: *Pregled tržišta*, Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo d.o.o. broj 2.
7. Fama, E. (1970): „Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,” *Journal of Finance* 25.
8. Foley, B. J. (1991): Tržišta kapitala, Zagreb: Mate d.o.o.
9. Gardener, E. & Molyneux, P. (eds.) (1997): *Investment Banking - Theory and Practice*. London: Euromoney Books.
10. *Global Value Investing with Stock Valuation*: <http://www.numeraire.com>.
11. Graham, B (1973): *The Intelligent Investor*, New York: Harper & Row Publishers.
12. Hegstrom, R.G. (2006): *Voren Bafet za sva vremena. Principi stari ekonomija nova*, Beograd: Plato, Cardea.
13. Jeremić, Z. (2003): „Trgovanje akcijama iz privatizacije,” SES, Zbornik radova: *Evropska integracija Srbije*.
14. Jovanović, P. (1995): *Akcije*, Beograd: Beogradska berza.
15. Kapor, P., (2007): Investicioni fondovi i investiranje u hartije od vrednosti, Beograd: Poslovni biro
16. Keynes, J.M. (1964): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Orlando Fl.: Harcourt Brace.
17. Kindleberger, C.P. & Aliber, R. (2006): *Najveće svjetske financijske krize*, Zagreb: Poslovni dnevnik, Masmedia.
18. Kleindienst, R (2007): „Napakam pri naložbah se lahko izognemo – 12 zlatih nasvetov“, Ljubljana: NLB d.d. Bilten *Naložbeni pregled* NLB Skladi, broj 2.
19. Knežević G. & Pavlović, V. (2008): „Uticaj finansijskog sistema na izveštavanje o finansijskim instrumentima“, Beograd: *Računovodstvo*, br. 9/10.
20. Markowitz, H. M. (1952): „Portfolio Selection“, *Journal of Finance* 7.

21. Muminović, S. (2001): „Rizik u portfolio kontekstu“, Beograd: *Poslovna politika*, br.6.
22. Muminović, S. (2002): „Investiranje u obične akcije zasnovano na stvarnoj vrednosti“, Beograd: *Poslovna politika*, br. 2.
23. Muminović, S. (2008): „Diversifikacija portfolija – prednost ili zabluda“, Beograd: *Računovodstvo* br.7-8.
24. Muminović, S. (2008): „Uporedni pregled i perspektive razvoja finansijskih tržišta u Srbiji i Sloveniji“, Beograd: *Megatrend revija*, vol. 5 (1).
25. Muminović, S. (2007): *Upravljanje rizikom ulaganja u akcije i obveznice na tržištu kapitala*, Doktorska disertacija, Beograd: Fakultet za poslovne studije Megatrend univerziteta.
26. Pavlović, V. (2008): *Teorija i analiza bilansa*, Beograd: Megatrend univerzitet.
27. Pavlović, V. (2005): *Značaj procene vrednosti kapitala za privatizaciju preduzeća*. Doktorska disertacija, Beograd: Fakultet za poslovne studije Megatrend univerziteta.
28. Pavlović, V. & Dragičević Radičević, T. (2008): „Kompleksnost projektovanja ekonomsko-finansijskih pokazatelja u uslovima globalizacije“, Zlatibor: YUPMA XII Internacio-
nalni simpozijum iz projektnog menadžmenta.
29. Pavlović, V. & Knežević G. (2008): „Adekvatnost tržišne metode procene vrednosti kapitala za potrebe privatizacije“, Beograd: *Računovodstvo*, br. 3/4.
30. Petavs, S (2007): „Doljih šest let za nesrečne vlagatelje“, Ljubljana: *Finance*, broj 39.
31. Ranković, J. (1996): *Specijalni bilansi*, Beograd: Proinkom.
32. Statman, M. (1987): „How Meny Stocks Make a Diversified Portfolio?“, *The Journal of Economic Theory*, vol.13, Issue3.
33. Surz, R. (1998): „R-Squareds and Alphas Are Far from Different Alphabets“, *The Journal of Investing*
34. Tadjeddine, Y. (2004) : „L'évaluation des firmes comme convention.“ Document de travail, Working Paper 2004-04 FORUM, Université Paris X Nanterre.
35. Zupančič, A. (2007): „Naložbeni nasvet: Padajoči kapitalski trgi strašijo vlagatelje“, Ljubljana: *Finance*, broj 49.
36. Dnevni list *Politika*.

Rad primljen: 15.06. 2008.

UDK: 336(4-672EU)

JEL: H-50

Stručni rad

VANBUDŽETSKO FINANSIRANJE U EVROPSKOJ UNIJI

OUTBUDGET FINANCING IN THE EUROPEAN UNION

Dr Snežana STOJANOVIĆ
Pravni fakultet, Kragujevac

Rezime

U radu se analiziraju najznačajniji vanbudžetski rashodi Evropske unije: Evropski fond za razvoj (EFR), operacije zaduživanja i pozajmljivanja i operativni budžet Evropske zajednice za uglj i čelik (EZUČ). Na ove rashode primenjuju se potpuno drugačija pravila i principi od onih koji važe za budžetske rashode. Najveći deo rada posvećen je pitanju EFR, zbog specifičnosti ovog fonda, ali i značaja koji ima za odnose EU sa državama afričkog, karipskog i pacifičkog regiona (AKP države), kao i sa preookeanskim državama i teritorijama (PODT).

Ključne reči: EVROPSKA UNIJA; EU BUDŽET; VANBUDŽETSKI RASHODI; AKP DRŽAVE; PODT; EVROPSKI FOND ZA RAZVOJ (EFR); OPERATIVNI BUDŽET EZUČ; ZADUŽIVANJE I POZAJMLJIVANJE

Summary

The paper deals with the most important expenditures financed independently of the European Union budget: European Development Fund (EDF), borrowing and lending operations and the operating budget of the European Coal and Steel Community (ECSC). These expenditures are related with implementation of totally different rules and principles comparing with the ones implemented in case of budget expenditures. The biggest part of the paper deals with the issue of EDF, because of the specificities of this fund, but also because of its importance for the relationships between EU and African, Caribbean and Pacific countries (ACP countries) and Overseas Countries and Territories (OCT).

Key words: EUROPEAN UNION; EU BUDGET; OUTBUDGET EXPENDITURES; ACP COUNTRIES; OCT; EUROPEAN DEVELOPMENT FUND (EDF); THE OPERATING BUDGET OF THE ECSC; BORROWING AND LENDING OPERATIONS

UVOD

U okviru Evropske unije postoje različiti rashodi, od kojih neki nastaju kao rezultat zadovoljavanja potreba same Unije, a neki usled zadovoljavanja potreba država-članica. U ovom slučaju, uglavnom se radi o rashodima koji se finansiraju direktno iz budžeta EU. Upravo je broj takvih rashoda u Evropskoj uniji najveći, što govori o značaju institucije budžeta ove supranacionalne organizacije. Sam budžet EU funkcioniše, uglavnom, prema principima koji se primenjuju i na nacionalne budžete: princip jedinstva, princip univerzalnosti,

princip anualiteta (godišnjosti), princip ravnoteže, princip specifikacije, princip jedinstvenog računa i principi transparentnosti i doslednog finansijskog menadžmenta. Poštovanje ovih načela, omogućuje da, u većoj ili manjoj meri, budžet EU uspešno funkcioniše i zadovolji potrebe država-članica i njihovih građana. U strukturi prihoda kojima se obezbeđuju budžetska sredstva razlikuje se više izvora, s tim što su četiri osnovna: takozvani „tradicionalni” vlastiti prihodi (carine, dažbine na poljoprivredne proizvode i dažbine na šećer), troškovi naplate vlastitih prihoda (deo na-

plaćenih prihoda pripada državama-članicama, a deo budžetu Unije)¹, prihod zasnovan na PDV-u² i prihod zasnovan na BNP-u³. Budžet EU ostvaruje prihode i putem takozvanog „opšteg kompenzacionog mehanizma” – instrumenta uvedenog radi poboljšanja finansijske situacije Velike Britanije, koja se ubrzo nakon pristupanja Uniji suočila sa neravnotežom svog budžeta, i to uglavnom zbog ekonomskih razloga. Osim navede-

nih, budžet Unije ima i prihode iz drugih izvora, koji su znatno manji, u poređenju sa prethodnim izvorima.⁴ Ovim prihodima obezbeđuju se sredstva za finansiranje brojnih rashoda koje ima budžet Unije: poljoprivreda, strukturne operacije, unutrašnje politike, spoljne akcije, administrativni rashodi, rezerve, Fond solidarnosti i pretpristupni fondovi (PHARE; IS-PA; SAPARD, CARDS i IPA). Međutim, osim ovih rashoda, ima i

1 Državama-članicama pripada deo naplaćenih vlastitih prihoda EU budžeta, što predstavlja vrstu kompenzacije za troškove koje su imale prilikom naplate. Vremenom se srazmera u raspodeli prihoda menjala u korist povećanja dela koji pripada državama. Tako je od 10%, koliko je predviđeno Odlukom o vlastitim prihodima iz 1994. godine, ovaj iznos povećan na 25% Odlukom iz 2000. godine. Više vid.: Snežana Stojanović, „Budžet Evropske unije – sopstveni prihodi i opšti budžetski principi“, *Finansije*, br. 1-6/2006, str. 74-104.

2 Ovde se radi o prihodu koji se naplaćuje na takozvanu «apstraktnu» harmonizovanu osnovicu PDV-a (eng. *notional harmonized VAT base*) svih država-članica. Apstraktna osnovica obračunava se kako bi se kompenzovale razlike u nacionalnim režimima PDV-a, i to iz razloga što na nivou Unije nije izvršena potpuna harmonizacija ovog prihoda. Takođe, specifičnost kod ove vrste prihoda jeste i postojanje „obavezne stope“ (eng. *call rate*), koja se obračunava na ograničene i harmonizovane osnovice PDV-a svih država-članica. Više u: Snežana Stojanović, „Budžet Evropske unije – sopstveni prihodi i opšti budžetski principi“, *Finansije*, br. 1-6/2006, str. 74-104.

3 Prihod zasnovan na BNP-u (bruto nacionalnom proizvodu) ili „četvrti izvor“ je varijabilni izvor prihoda kojim se obezbeđuju sredstva potrebna za finansiranje rashoda za čije finansiranje se naplatom ostalih prihoda ne ostvaruje dovoljno sredstava. Od uvođenja do danas ovaj izvor prihoda postepeno počinje da dominira i čini osnovu novog sistema finansiranja Unije. Više u: Snežana Stojanović, „Budžet Evropske unije – sopstveni prihodi i opšti budžetski principi“, *Finansije*, br. 1-6/2006, str. 74-104.

4 Reč je o prihodima od: kazni, administrativnih poslova koje obavljaju institucije Unije, kamata za kašnjenja u plaćanjima, poreza na zarade zaposlenih u EU institucijama, zaduživanja i pozajmica, itd. Više u: Snežana Stojanović, „Budžet Evropske unije – sopstveni prihodi i opšti budžetski principi“, *Finansije*, br. 1-6/2006, str. 74-104.

onih čije se finansiranje vrši nezavisno od budžeta Unije, a koji nisu nimalo zanemarljivi. Reč je o takozvanim vanbudžetskim fondovima: Evropski fond za razvoj, operacije zaduživanja i davanja pozajmica, Evropski investicioni fond, kao i operativni budžet Evropske zajednice za ugalj i čelik (EZUČ), u vreme dok je bio na snazi ugovor o ovoj evropskoj zajednici. Među navedenim vanbudžetskim rashodima Unije, najznačajniji je Evropski fond za razvoj, o kome će biti najviše reči na stranicama koje slede. Takođe, predmet analize predstavljaće i operativni budžet EZUČ, ali i zaduživanje i pozajmljivanje od strane Unije.

1. EVROPSKI FOND ZA RAZVOJ

1.1. Stvaranje Evropskog fonda za razvoj kao instrumenta podrške i unapređivanja saradnje EU sa afričkim, karipskim i pacifičkim državama i prekookeanskim državama i teritorijama.

Evropski fond za razvoj, EFR (eng. *European Development Fund, EDF*) ustanovljen je 1958. godine kao osnovni instrument finansijske i tehničke saradnje Evropske unije (tadašnje Evropske zajednice) sa državama afričkog, karipskog i pacifičkog regiona (AKP države), kao i sa prekookeanskim državama i teritorijama (PODT). S obzirom na to da se

radi o državama u razvoju, koje su na različite načine povezane sa pojedinih članicama Unije⁵, to su države-osnivači EU tražile načina da im pomognu u prevazilaženju finansijskih i drugih teškoća. Rešenje je predstavljalo ustanovljavanje posebnog fonda iz koga bi se transferisala sredstva neophodne pomoći. Uvođenje EFR predviđeno je odredbama Ugovora o osnivanju Evropske ekonomske zajednice, zaključenim 1957. godine u Rimu. Kako je ugovor počeo da se primenjuje 1. januara 1958. godine, to je i sam EFR ustanovljen iste godine. Time je i zvanično, formalno-pravno na nivou Zajednice, potvrđena saradnja između država-članica EU i AKP država i PODT. Saradnjom su, u stvari, obuhvaćeni različiti programi pomoći. Najčešće se radi o obezbeđivanju sredstava za kapitalne investicije, infrastrukturu i regionalni razvoj. Na taj način, pomaže se ovim državama da pre svega ekonomski ojačaju i da se, nakon prestanka kolonističkog odnosa, ekonomski osamostale. Osim ovoga, iz EFR sredstva se transferišu i za finansiranje mera tehničke saradnje kojima se omogućuje pojednostavljivanje tržišnog plasmana proizvoda koje Unija izvozi u pomenute države,

⁵ Najveći broj afričkih, karipskih i pacifičkih država, kao i prekookeanskih država i teritorija predstavljao je kolonije najstarijih država-članica Unije.

zatim za finansiranje mera pružanja pomoći u slučaju posebnih opasnosti, za socijalni razvoj, i drugo. U celini posmatrano, saradnja između država-članica EU i AKP država i PODT zasniiva se na sporazumima koji se zaključuju u sledećim oblastima⁶:

- vodena i energetska infrastruktura;
- pružanje pomoći državama koje snabdevaju EU tržište bananama;
- saradnja sa trećim državama u oblasti nuklearne bezbednosti;
- pružanje pomoći državama koje se nalaze na područjima zahvaćenim ratnim konfliktima i podrška za uspostavljanje mira, itd.

Karakteristično je da je pružanje pomoći posredstvom EFR nastavljeno i nakon prestanka kolonističkog odnosa između pojedinih država-članica Unije i određenih AKP država i PODT. I ne samo da je nastavljeno, nego je prošireno i na druge države afričkog, pacifičkog i karipskog regiona, koje u početku nisu bile uključene u program pružanja pomoći, tako da sada pomoć iz EFR dobija ukupno 77 država u razvoju. S druge strane, na nivou Unije, karakteristično je da su danas sve države-članice uključene u finansiranje EFR, a ne samo one koje su istorijski poveza-

⁶ Više vid.: Werner Weinefeld i Wolfgang Wessels (urednici), *Evropa od A do Š – Priručnik za evropsku integraciju*, Fondacija Konrad Adenauer, Beograd, 2003, str. 294-296. i 374.

ne sa državama-beneficijarima (mada ove države daju najviše sredstava za doprinose EFR).

Značajno je istaći da se, osim putem EFR, saradnja EU sa AKP državama odvija i kroz davanje sredstava pomoći direktno iz EU budžeta. Ipak, na ovaj vid pružanja pomoći primenjuju se potpuno drugačija administrativna pravila i pravila odlučivanja u odnosu na ona koja važe za EFR. Uglavnom, radi se o pravilima koja se primenjuju i na ostale rashode budžeta Unije, tj. radi se o primeni opštih principa funkcionisanja EU budžeta⁷. S obzirom na to da je predmet naše analize finansiranje putem EFR, to o obliku pružanja pomoći AKP državama iz budžeta EU ovom prilikom neće biti više reči, jer bi to zauzelo previše prostora.

1.2. Osnovne karakteristike i principi funkcionisanja EFR

Za finansiranje putem EFR karakteristično je zaključivanje posebnih konvencija između država-članica

⁷ U pitanju su: princip jedinstva; princip univerzalnosti; princip anualiteta; princip ravnoteže; princip specifikacije; princip jedinstvenog računa i principi transparentnosti i doslednog finansijskog menadžmenta. Više vid.: Snežana Stojanović, „Budžet Evropske unije: sopstveni prihodi i opšti budžetski principi,“ *Finansije* 1-6/2006, str. 74-104.

EU, s jedne strane, i AKP i PODT, s druge strane, i to nezavisno od Unije, budući da države-članice mogu potpisivati ove konvencije bez prethodne dozvole EZ, odnosno EU. Do danas je zaključeno ukupno deset konvencija, od kojih se svaka odnosi na određeni vremenski period za koji se vrši finansiranje i ustanovljava poseban EFR. Uglavnom je u pitanju petogodišnji period, mada je bilo i slučajeva kada je EFR ustanovljavao za šest godina (II EFR ustanovljen za period 1964-1970. god.) ili sedam (IX EFR ustanovljen za period 2000-2007. god.). Navedenim konvencijama obuhvaćeni su sporazumi u vezi sa različitim finansijskim pitanjima i trgovinskom razmenom. Kod finansijskih pitanja, reč je o uzimanju zajmova od strane Evropske investicione banke radi finansiranja nacionalnih i regionalnih programa razvoja.

Poslednji EFR i poslednja konvencija obuhvata period od 2008. do 2013. godine, a zasniva se na „Revidiranom sporazumu iz Kotona“ (eng. *Revised Cotonou Agreement*). Inače, Sporazum iz Kotona (eng. *Cotonou Agreement*), koji je potpisan 23. juna 2003. godine, sadrži osnovne smernice za upravljanje EFR i predstavljao je temelj za funkcionisanje IX EFR. Sporazum je potpisan na period od 20 godina uz mogućnost revidiranja. Cilj njegovog zaključivanja predstavlja pružanje podrške unapređivanju i ubrzanju ekonomskog, socijalnog i

kulturnog razvoja AKP država; širenje mira i bezbednosti; održavanje stabilnog i demokratskog političkog okruženja, i drugo.⁸

Karakteristično je da je, svim konvencijama, pa i Sporazumom iz Kotona, predviđeno da pružanje pomoći iz EFR obuhvata više finansijskih instrumenata: dotacije, rizični kapital i zajmove privatnom sektoru. Sredstva kojima fond raspolaže vremenom su se povećavala, pa je tako za budžet X EFR predviđena skoro dvostruko veća suma u odnosu na prethodni, IX EFR (22,682 milijardi evra za X EFR i 13,5 milijardi evra za IX EFR). Od ove sume, deo se izdvaja za finansiranje nacionalnih i regionalnih indikativnih programa u AKP državama, intraregionalnu saradnju i međusobnu saradnju AKP država, a deo za investicije. Novina uvedena IX EFR je ukidanje programa pomoći za izvoz poljoprivrednih proizvoda i razvoj rudarskog sektora (eng. *Stabex (export revenue stabilisation sistem)*⁹) i Sysmin (*system for maintaining mi-*

⁸ Vid.: SCADPlus, *Cotonou Agreement*, <http://europa.eu/cgi-bin/etal.pl>

⁹ *Stabex sistem* ili sistem stabilizacije prihoda od izvoza predstavljao je jedan od ključnih programa finansijske pomoći u okviru razvojne politike EU. Državama AKP garantovane su minimalne cene za 40 poljoprivrednih proizvoda, koje su one izvozile na teritoriju Unije. Po pravilu, radilo se o najznačajnijim izvoznim

ning capacity)¹⁰, a novinu uvedenu X EFR predstavlja uvođenje „podsticajnih suma“ (eng. incentive amounts) za svaku od država-beneficijara EFR.¹¹

Inače, logične posledice ustanovljavanja pojedinačnih EFR posebnim konvencijama čija primena pokriva određene vremenske periode predstavljaju principi višegodišnjosti svakog EFR i nepostojanje pravnog personaliteta. Ova dva principa, uz finansiranje isključivo putem doprinosa od strane država-članica EU, odnosno finansiranje nezavisno od opšteg budžeta Unije, predstavljaju osnovne principe rada i funkcionisanja EFR.

1.2.1. Nepostojanje pravnog personaliteta EFR

Za razliku od ostalih fondova EU čije se finansiranje vrši sredstvima iz opšteg budžeta, EFR nema svojstvo pravne ličnosti. Samim tim, nema ni stvarnu autonomiju u upravljanju, jer

proizvodima ovih zemalja. Vid.: Werner Weidenfeld i Wolfgang Wessels (urednici), *Evropa od A do Š* – Priručnik za evropsku integraciju, op. cit. str. 400.

¹⁰ Više vid.: European Commission, *European Union Public Finance*, op. cit. pp. 329

¹¹ Vid.: SCADPlus: *European Development Fund*, <http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/r12102.htm>

je administriranje fondom dodeljeno sektorima u okviru same Komisije: Sektoru razvoja (eng. *Development DG*) koji je ovlašćen za programiranje i Kancelariji za saradnju u vezi sa evropskom pomoći (eng. *EuropeanAid Cooperation Office*) koja je ovlašćena za implementaciju EFR. Određena samostalnost omogućena je u oblasti računovodstva, jer se računima EFR administrira nezavisno od opštih računa Komisije. Takođe, i funkcije ovlašćenog službenika i odgovornog računovođe su razdvojene, tako da sektor računovođa predstavlja deo budžeta Sektora za razvoj, a najveći deo rashoda izvršava se na lokalnom nivou, od strane ovlašćenih nacionalnih službenika, određenih u svakoj AKP državi. Da bi se sprečilo neracionalno trošenje sredstava prenetih iz EFR, ovlašćeni nacionalni službenici nalaze se pod nadzorom predstavnika Komisije u svakoj pojedinačnoj AKP državi. Osim ovoga, kontrola se sprovodi i u formi unutrašnje finansijske kontrole, kao i spoljašnje kontrole koju obavlja Revizorski sud.

1.2.2. Princip višegodišnjosti

Za svaki EFR karakteristično je da se ustanovljava za period od više godina i da se sredstva koja stoje na raspolaganju u Fondu mogu upotrebiti u dužem vremenskom periodu, sve dok ne budu u potpunosti potrošena. Iz istog razloga, sredstva

FINANSIJE

Procentualno učešće država-članica u finansiranju EFR – ključevi finansiranja primenjeni od VI zaključno sa IX EFR

DRŽAVA	VI EFR	VII EFR	VIII EFR	IX EFR
Austrija	-	-	2,65	2,65
Belgija	3,96	3,96	3,92	3,92
Danska	2,08	2,08	2,14	2,14
Finska	-	-	1,48	1,48
Francuska	23,58	24,37	24,30	24,30
Nemačka	26,06	25,96	23,36	23,36
Grčka	1,24	1,22	1,25	1,25
Irska	0,55	0,55	0,62	0,62
Italija	12,58	12,96	12,54	12,54
Luksemburg	0,19	0,19	0,29	0,29
Holandija	5,64	5,57	5,22	5,22
Portugalija	0,88	0,88	0,97	0,97
Španija	6,66	5,90	5,84	5,84
Švedska	-	-	2,73	2,73
Velika Britanija	16,58	16,37	12,69	12,69

Izvor: Commission of the European Communities, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: *Towards the full integration of cooperation with ACP countries in the EU budget*, Brussels, 8.10.2003, COM(2003) 590 final, Annex I, pp. 20

koja nisu utrošena u okviru VI EFR, prenošena su u naredne EFR, tako da danas AKP državama stoje na raspolaganju ne samo sredstva aktuelnog X EFR, nego i sredstva VI EFR.

Princip višegodišnjosti znači da, nakon što finansijske obaveze nastanu, rashodi mogu biti izvršeni u toku perioda koji obuhvata više kalendarskih godina, za razliku od rashoda iz opšteg budžeta koji se izvršavaju isključivo u toku kalendarske godine

za koju je budžet usvojen. Navedeno je i osnov za razlikovanje primarnih finansijskih obaveza (koje se sastoje u određivanju ukupnih alokacija) i sekundarnih finansijskih obaveza (koje predstavljaju stvarne akcije koje doprinose rastu rashoda).¹²

¹² Više vid.: European Commission, *European Union Public Finance*, Luxembourg, 2002, pp. 332

1.2.3. Vanbudžetsko finansiranje

Finansiranje EFR iz doprinosa koje uplaćuju države-članice EU znači da ovaj vid pružanja pomoći državama u razvoju nije sastavni deo opšteg budžeta Unije. Za svaki EFR utvrđuje se ukupna suma sredstava kojom se može raspolagati, a zatim se određuje procentualno učešće svake od država-članica Unije u finansiranju Fonda, odnosno ključ finansiranja (eng. *financing key*). Ovo, ujedno, znači i da se kod EFR formula raspodele doprinosa razlikuje od one koja se koristi kod utvrđivanja rashoda opšteg budžeta Unije. Učešće pojedinačne države, prevashodno, zavisi od istorijske povezanosti i bliskosti veza sa AKP državama i PODT. U skladu s tim, najviše sredstava obezbeđuju one države koje su u prošlosti izvršile kolonizaciju ovih regiona, a to su: Nemačka, Francuska, Italija i Velika Britanija. To se može zaključiti i iz sledeće tabele, u kojoj je uočljivo ubedljivo najveće učešće Nemačke i Francuske (u proseku iznosi oko 24%), a zatim slede Velika Britanija i Italija (sa prosečnim učešćem oko 12,5%).

Za razliku od četiri navedene države, ostale države-članice doprinose finansiranju EFR u znatno manjim procentima, dok države poput Austrije, Finske i Švedske, učestvuju u finansiranju tek od VII EFR.

Kao što je istaknuto, u skladu sa finansiranjem EFR putem doprinosa od

država-članica Unije, kod rada EFR i upravljanja sredstvima primenjuju se drugačija pravila od onih koja važe za pružanje pomoći AKP državama direktno iz EU budžeta, odnosno za budžetska sredstva važe odredbe opšte Finansijske uredbe, dok za sredstva iz EFR važe pravila utvrđena Sporazumom iz Kotona.¹³ Prema ovom sporazumu, države-članice EU imaju izvesnu finansijsku kontrolu nad izvršavanjem EFR, i to putem Saveta ministara i Komiteta ambasadora (koji je ustanovljen samim Sporazumom), kao i putem Komiteta EFR, koji daje mišljenje na svaki finansijski predlog AKP država podnet Komisiji. Na ovaj način, ali i finansiranjem EFR doprinosima, države-članice EU ostvaruju direktan uticaj na dodelu sredstava iz EFR. Osim toga, kada se jednom postigne sporazum o ukupnoj sumi sredstava koja se iz EFR mogu dodeliti različitim AKP državama, sledi zaključivanje dve vrste ugovora: *Internog sporazuma* (eng. *Internal Agreement*), koji se zaključuje između samih država-članica EU i *Finansijskog protokola* (eng. *Financial Protocol*), koji predstavlja aneks Sporazuma iz Kotona. S obzirom na to da

¹³ Vid.: European Commission, *European Union Public Finance*, op. cit. pp. 329-332 i SCADPlus: *Budgetisation of the European Development Fund*, <http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/r112110.htm>

Protokol mora biti potpisan i ratifikovan od strane svih država-članica EU i 2/3 AKP država, što obično traje po nekoliko godina, to znači da su i sredstva dostupna tek nakon nekoliko godina.

1.3. Pokušaji da se EFR integriše u opšti budžet EU: Sukob Komisije i Parlamenta u vezi sa budžetizacijom Evropskog fonda za razvoj

Od samog početka, tj, od ustanovljavanja finansiranja putem EFR prisutan je sukob između Evropske komisije i Evropskog saveta u vezi sa pitanjem integrisanja EFR u opšti budžet Zajednice. Ipak, i pored brojnih napora Komisije, do danas ovaj fond nije postao deo opšteg budžeta. Prve pokušaje Komisija je učinila već 1973. godine, pa zatim 1979. godine. Drugi pokušaj urodio je plodom, pa je odbacivanje predloga Komisije od strane Saveta, bio jedan od razloga zašto je Evropski parlament krajem 1979. godine odbacio predlog budžeta za narednu, 1980. godinu. Nakon ovoga, Komisija je sačinila aneks predloga budžeta nazvan „Finansijske informacije“, u kome su izkazani godišnji iznosi predviđeni za EFR, i to zajedno sa ostalim budžetskim informacijama. Tada su u budžetu dodate dve stavke kojima su predviđeni iznosi koji se mogu prilagoditi EFR, ukoliko bi bila izvršena

njegova budžetizacija. Konačno, naponi Komisije u potpunosti su odbaceni od strane Saveta kada je na samitu održanom u Briselu 1988. godine potvrđeno da će EFR i dalje biti finansiran nezavisno od opšteg budžeta. Ovo je potvrđeno i Ugovorom o EU zaključenim 1992. u Maastrichtu, kojim je određeno da će EFR nastaviti da se finansira putem nacionalnih doprinosa u skladu sa aktuelnim odredbama.¹⁴

Međutim, takvo rešenje nije ohrabrilo Komisiju, koja je 2003. godine sačinila Komunikaciju upućenu Savetu i Parlamentu, nazvanu „*Ka punoj integraciji saradnje sa AKP državama u EU budžet*“ (eng. *Towards the full integration of cooperation with ACP countries in the EU budget*)¹⁵, u kojoj je naglasila prednosti i nedostatke uključivanja EFR u opšti budžet Unije. U ovom dokumentu istaknuti su brojni pozitivni učinci koje bi proizvelo integrisanje EFR u opšti budžet Unije. Reč je o sledećem:

¹⁴ Vid.: European Commission, European Union Public Finance, op. cit. pp. 330

¹⁵ Vid.: Commission of the European Communities, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Towards the full integration of cooperation with ACP countries in the EU budget, Brussels, 8.10.2003, COM(2003) 590 final

- 1) Povećala bi se transparentnost, jer bi tada građani EU na osnovu samo jednog dokumenta (opšteg budžeta EU) bili upoznati sa troškovima koje Komisija ima u vezi sa politikom razvoja.
- 2) Povećala bi se i osnažila legitimnost odluka koje se tiču EFR. Dokle god je EFR izvan opšteg budžeta, on je i izvan jednog od najvažnijih procesa političkog odlučivanja u Uniji.
- 3) Povećale bi se efikasnost i efektivnost: unifikacija administrativnih i pravnih pravila, odlučivanja, procedura u vezi sa izvršavanjem i plaćanjem, dovela bi do otklanjanja određenih dupliranja. Takođe, bio bi smanjen administrativni teret država-beneficijara, a pomoć koja se pruža imala bi mnogo veće efekte.
- 4) Integriranjem EFR u opšti budžet EU, finansiranje AKP država bilo bi nezavisno od dobrovoljnih doprinosa država-članica, ugovorenih na ad hoc osnovi, a finansijska saradnja sa AKP državama ostvarivala bi se na samom EU nivou, čime bi se omogućilo poboljšanje odnosa i postizanje većih efekata na planu regionalnog razvoja AKP država.

Ipak, i pored brojnih prednosti koje je Komisija istakla u svom dokumentu, nije izvršena budžetizacija EFR. Ali, Komisija je nastavila sa svojim

naporima, pa je već naredne, 2004. godine, u novoj komunikaciji upućenoj Savetu i Parlamentu pod nazivom „*Finansijske perspektive 2007-2013*“ (eng. *Financial Perspectives 2007-2013*)¹⁶, ponovila potrebu inkorporisanja EFR u budžet Unije. Budžetizacija EFR doprinela bi ostvarivanju uloge EU kao globalnog partnera, odnosno uloge povezane sa preduzimanjem različitih spoljnih akcija.

Svi navedeni naponi Komisije još uvek nisu urodili plodom, tako da EFR i dalje predstavlja samostalni finansijski instrument za ostvarivanje saradnje između EU i AKP država i PODT.

2. OPERATIVNI BUDŽET EZUČ

Operativni budžet EZUČ predstavljao je instrument finansiranja koji je do samog prestanka važenja ugovora

¹⁶ U ovom dokumentu Komisija je naglasila ostvarivanje određenih uloga EU, kroz njihovu inkorporaciju u finansijsku perspektivu: održivi razvoj (koji obuhvata konkurenciju i koheziju u oblasti rasta i zapošljavanja); održivi menadžment i zaštita prirodnih resursa; građanstvo, slobode, bezbednost i pravda; EU kao globalni partner; administriranje.; Više vid.: Commission communication of 14 July 2004 to the Council and the European Parliament «Financial Perspectives 2007-2013» (COM(2004) 487);

o osnivanju EZUČ (23. jula 2002. godine) funkcionisao nezavisno od opšteg budžeta EZ, odnosno EU. Iako je 1971. godine izvršeno integrisanje budžeta sve tri Evropske zajednice (EEZ, EZUČ i Euroataom zajednice) u jedinstveni, opšti budžet Evropske ekonomske zajednice, to nije učinjeno u pogledu operativnog budžeta EZUČ. Pored Evropskog fonda za razvoj, operativni budžet EZUČ, u vreme dok je bio na snazi, predstavljao je jedinstveni primer odstupanja od primene principa jedinstva opšteg budžeta Unije.¹⁷

Iako je reč o rashodu koji je prestao da postoji pre više od šest godina, imajući u vidu koliki je bio njegov značaj, mišljenja smo da bi o njemu trebalo nešto više reći.

Finansijske operacije koje je preduzimala EZUČ bile su karakteristične po sledećim elementima¹⁸:

- 1) Postojanje Visokog organa (Komisije) kao samostalnog budžetskog i finansijskog organa.
- 2) Glavni izvor operativnog budžeta EZUČ bila je EZUČ dažbina (eng. ECSC levy).
- 3) Finansijsko administriranje EZUČ više izgleda kao ono koje se sprovodi u privatnoj ustanovi i nije predmet bilo kakve osnovne

finansijske regulative u okviru Pariskog ugovora.

Za operativni budžet EZUČ karakteristično je da to nije bio budžet u pravom smislu te reči. Ovde se ne radi o aktu u okviru koga se odobravaju prihodi i rashodi u skladu sa strogom primenom principa godišnjosti. Ovaj finansijski instrument sadržao je predviđanja, koja nisu ograničavajuća i imperativna i koja služe za određivanje finansijskih operacija u sektoru uglja i čelika koje je trebalo preduzeti u narednim finansijskim godinama. Time je operativni budžet predstavljao ne samo odstupanje od principa budžetskog jedinstva, nego i odstupanje od principa godišnjosti budžeta. Određivanje prihoda koje treba ostvariti u sektoru industrije čelika i uglja, i koji treba da služe finansiranju rashoda operativnog budžeta, omogućavalo je Komisiji da, nakon evaluacije vlastitih prihoda kojima može da raspolaze, utvrdi stopu dažbine EZUČ koja će se plaćati na oporezivu proizvodnju.

Dažbine na proizvode u sektoru industrije uglja i čelika su prvi pravi porezi naplaćivani u evropskim zajednicama. Utvrđivale su se na godišnjoj osnovi, i to na proizvode od uglja i čelika, a u skladu sa njihovom prosečnom vrednošću po toni, koja se određivala tako što se ukupna vrednost proizvodnje u Zajednici delila po tonazi, a zatim se ovako dobijena prosečna vrednost oduzimala od vredno-

¹⁷ Vid.: European Commission, *European Union Public Finance*, op. cit. pp. 129

¹⁸ Ibidem, pp. 333

sti sirovina korišćenih u proizvodnji, koje su već oporezovane.

Stopa dažbine EZUČ nije mogla biti veća od 1%, ukoliko se prethodno ne dobije odobrenje 2/3 većine u Savetu. U periodu između 1953. i 1991. godine visina stope se polako smanjivala, i kretala u intervalu od 0,9% do 0,3%. Zatim je između 1991. i 1997. godine pala sa 0,29% na 0,17%, a od 1998. do 2001. godine bila je fiksno utvrđena na 0%.

Osim dažbina na uglj i čelik, operativni budžet EZUČ ostvarivao je i i prihode od:

- kamata na zajmove odobrene iz sopstvenih sredstava EZUČ;
- investicija u vezi sa rezervama;
- naplaćenih kazni;
- naknada zbog kašnjenja u plaćanjima;
- doprinosa iz nacionalnih budžeta, itd.

Godina 1982. i 1984. operativni budžet imao je i prihode od nekoliko doprinosa iz opšteg budžeta Zajednica. Ovo su bili vanredni prihodi koji su služili za finansiranje socijalnih mera u okviru politike restrukturiranja industrije uglja i čelika.

Pomenuti prihodi služili su za pokriće rashoda operativnog budžeta, koji su se uglavnom sastojali od troškova u vezi sa:

- administrativnim operacijama EZUČ;
- istraživanjima u oblasti industrije čelika i uglja;

- preduzimanjem socijalnih mera u vezi sa restrukturiranjem industrije čelika;

- pružanjem podrške ponovnom razvoju industrije čelika i uglja.¹⁹

S obzirom na to da je Ugovor o EZUČ zaključen na period od 50 godina, i da je njegovo važenje isteklo 23. jula 2002. godine, to znači da je tog datuma prestala da postoji kako EZUČ, tako i njen operativni budžet. U skladu sa Ugovorom iz Nice, istekom Ugovora o osnivanju EZUČ, sva sredstva i obaveze ove Zajednice prelaze na EZ, i to počev od 24. jula 2002 (Protokol o finansijskim posledicama prestanka EZUČ ugovora i traženju fondova za uglj i čelik)²⁰.

3. ZADUŽIVANJE I DAVANJE POZAJMICA

I pored toga što princip budžetske ravnoteže, koji se primenjuje na opšti budžet EU, podrazumeva da se Unija ne može zaduživati radi obezbeđivanja sredstava za finansiranje svojih aktivnosti, prisutno je više instrumenata putem kojih se Komisija, u korist EU, zadužuje na finansijskim tržištima. Razlog za ovakav izuzetak je što, imajući u

¹⁹ Ibidem, pp. 333-340

²⁰ Vid.: Protocol on the financial consequences of the expiry of the ECSC Treaty and on the research fund for coal and steel, Official Journal of the European Communities, C 80, 10.3.2001, pp. 67

vidu ugled koji Unija uživa, ona mnogo lakše može doći do sredstava na finansijskim tržištima, a zatim ta ista sredstva, pod istim uslovima pod kojima se zadužila (najčešće preko Evropske investicione banke ili Komisije), pozajmljuje trećim licima, uglavnom državama-nečlanicama za različite potrebe.²¹

Unija pribavlja sredstva putem zaduživanja koristeći nekoliko načina:

1) *Zaduživanje od strane Visokog organa EZUČ, dok je ova zajednica postojala.*

Zajmovi su uzimani radi finansiranja investicionih projekata u industriji uglja i čelika, zatim radi finansiranja konverzionih programa restrukturiranja u ovoj industriji, kao i za izgradnju stanova za radnike. Poslednje zajmove EZUČ uzela je 1997. godine, osim kada je reč o zajmovima za subvencioniranje stanova za radnike. Razlog za prestanak zaduživanja ove zajednice predstavljala je priprema za „gašenje“ EZUČ 2002. godine.

2) *Zaduživanje od strane Euroatom zajednice*

Prema Ugovoru o osnivanju Euroatom zajednice, Komisija je ovlašćena da odobrava zajmove ovoj zajednici radi finansiranja investicionih projekata u državama-članicama, a koji se odnose na proizvodnju

električne energije investiranjem u instalacije na nuklearni pogon. U vezi sa ovim, postavljeni su i određeni uslovi koje projekat mora zadovoljiti, kako bi sredstva bila odobrena (primera radi, projekat treba da dovede do povećanja bezbednosti i efikasnosti instalacija na nuklearni pogon ili da doprinese uklanjanju instalacija koje se dalje ne mogu upotrebljavati iz tehničkih ili ekonomskih razloga, itd.).

3) *Zaduživanje radi uspostavljanja ravnoteže u plaćanjima*

Nakon prvog „naftnog šoka“ 1973. godine, države-članice bile su suočene sa velikim skokom cena nafte i benzina, što je dovelo do rasta svih ostalih cena i pojave neravnoteže u plaćanjima. Kako bi im pomogla da prevaziđu ovaj problem, Zajednica je odobrila prvi zajam 1976. godine, a zatim i 1984. i 1988. godine. Sva odobrena sredstva bila su vraćena do kraja 2000. godine.

4) *Zaduživanje povezano sa saradnjom sa državama-nečlanicama*

Zajednica odobrava i srednjoročne zajmove državama-nečlanicama, čime se obezbeđuje podrška sprovođenju ekonomskih reformi u ovim državama.

5) *Novi instrument Zajednice (eng. New Community Instrument)*

Ovaj oblik finansijske pomoći ustanovljen je 1978. godine radi

²¹ Vid.: European Commission, European Union Public Finance, op. cit. pp. 313-324

pružanja pomoći u finansiranju investicionih projekata koji treba da dovedu do povećanja konkurentnosti evropske industrije. Time bi se doprinelo i ostvarivanju prioriternih ciljeva Unije u oblasti energije, industrije, infrastrukture, unapređivanju regionalnog razvoja i pružanju pomoći kod smanjenja nezaposlenosti. Finansiranje putem Novog finansijskog instrumenta produženo je i u 1982, 1983. i 1987. godini. Danas se, uglavnom, ovaj oblik odobravanja zajmova koristi za širenje novih tehnologija i inovacija, od čega koristi imaju naročito mala i srednja preduzeća.

6) *Evropska investiciona banka (eng. European Investment Bank, EIB)*

Zaduživanje Zajednice putem EIB koristi se radi dolaženja do sredstava koja se, uglavnom, pozajmljuju državama u razvoju i tranzitornim privredama, pre svega, za ulaganja u infrastrukturu. Tako su odobravani zajmovi mediteranskim državama (za investiranje u vodenu infrastrukturu; sistem navodnjavanja poljoprivrednog zemljišta; odvođenje i prečišćavanje otpadnih voda; kao i za investiranje u saobraćajnu infrastrukturu, telekomunikacije, energetsku infrastrukturu, itd.); zatim državama centralne i istočne Evrope, uključujući i baltičke države, Albaniju, Tursku i Hrvatsku (za investicije u osnovnu infrastrukturu; telekomunikacionu mrežu; izgradnju trafo-sta-

nica; saobraćaj, itd.); Južnoj Africi, kao i azijskim i latinoameričkim državama.

Imajući u vidu da Zajednica pozajmljuje sredstva koja je sama predhodno dobila na osnovu kredita, bilo je neophodno ustanoviti instrument, na osnovu koga bi se osiguralo da države-beneficijari odobreni zajam uredno otplate. Kao instrument finansijske sigurnosti uveden je sistem garancija, u vezi sa zajmovima koje odobrava Evropska investiciona banka za finansiranje projekata izvan Zajednice. Takođe, uvedene su i budžetske rezerve za garancije na zajmove date državama-nečlanicama, kao i Garantni fond (eng. *Guarantee Fund*). Garantni fond uveden je Uredbom Saveta iz 1994. godine²², i to u cilju obezbeđivanja pokrića u slučaju da se aktivira garancija iz generalnog budžeta koja se daje državama-nečlanicama, a kako bi se izbegle eventualne nepravilnosti u toku implementacije budžeta. Time, Garantni fond ili fond rezervi ima funkciju instrumenta koji omogućuje da se odmah reaguje ukoliko se kao posledica aktivacije budžetske garancije, pojavi nekakva nepravilnost u funkcionisanju budžeta. Osim toga, ovaj fond ima i značajnu ulogu u održavanju budžetske discipline.

²² Vid.: Council Regulation (EC, Euroatom) No 2728/1994 of 31 October 1994

Počev od 2000. godine, stopa obezbeđenja od strane Fonda iznosi 9%.²³

I pored toga što operacije zaduživanja i pozajmljivanja ne predstavljaju rashod opšteg budžeta Unije²⁴, počev od 1990. godine, delu B opšteg budžeta, u formi aneksa dodat je dokument u kome se one iskazuju. Karakteristično je da navedeni dokument služi samo radi informisanja o zaduženosti Unije, čime je omogućeno postojanje transparentnosti finansijskih operacija koje Unija preduzima. Osim toga, učinjen je značajan korak ka povećanju i održavanju budžetske i finansijske discipline.

ZAKLJUČAK

I pored brojnih pokušaja da se svi rashodi koji nastaju prilikom zadovoljavanja različitih potreba Evropske unije, prikažu u jedinstvenom dokumentu – opštem budžetu EU, i dalje

određeni rashodi egzistiraju i izvršavaju se nezavisno od EU budžeta. Među njima, najznačajniji je Evropski fond za razvoj, koji predstavlja instrument ostvarivanja finansijske i tehničke, ali i drugih vidova saradnje Unije sa državama afričkog, karipskog i pacifičkog regiona i sa prekookeanskim državama i teritorijama. Takođe, veoma važan vanbudžetski rashod predstavljaju operacije zaduživanja koje u ime i za račun Unije preduzimaju određene institucije na finansijskim tržištima, kao i pozajmice koje Unija daje drugim državama iz sredstava do kojih je prethodno došla zaduživanjem. U vreme primene Ugovora o EZUČ, značajan vanbudžetski rashod predstavljao je i operativni budžet ove zajednice.

Iako je do sada puno učinjeno na poboljšanju transparentnosti vanbudžetskih finansijskih operacija Unije (predviđanjem posebne budžetske glave u okviru koje bi bili prikazani rashodi EFR, ukoliko se izvrši njegova budžetizacija; uvođenjem aneksa u opšti budžet u kome se prikazuju rashodi u vezi sa zaduživanjem i pozajmicama; ustanovljavanjem Garantnog fonda kao instrumenta finansijske sigurnosti u vezi sa zajmovima koje odobrava Evropska investiciona banka za finansiranje projekata izvan Zajednice, itd.), ipak bi se najveća transparentnost, a time i efikasnost u izvršavanju budžeta Unije, ostvarila kada bi se finansiranje navedenih rasho-

²³ Vid.: Council Regulation (EC, Euroatom) No 1149/1999 of 25 May 1999

²⁴ Komisija je 1978. godine sačinila predlog da se krediti i pozajmice prikažu u opštem budžetu: krediti kao prihodi, a pozajmice kao rashodi. Ovome se protivio Savet, što je dovelo do toga da je Parlament odbacio nacrt budžeta za 1979. godinu. Međutim, nakon noveliranja Finansijske uredbe 1990. godine, delu B opšteg budžeta, u formi aneksa dodat je dokument u kome se prikazuju operacije zaduživanja i pozajmljivanja.

da vršilo direktno iz budžeta Unije, što bi ujedno značilo i poštovanje opštih budžetskih principa, odnosno nepostojanje izuzetaka od opšteg budžetskog jedinstva.

LITERATURA

1. Commission communication of 14 July 2004 to the Council and the European Parliament «Financial Perspectives 2007-2013» (COM(2004) 487);
2. Commission of the European Communities, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: *Towards the full integration of cooperation with ACP countries in the EU budget*, Brussels, 8.10.2003, COM(2003) 590 final;
3. *Council Regulation (EC, Euroatom) No 1149/1999 of 25 May 1999*;
4. *Council Regulation (EC, Euroatom) No 2728/1994 of 31 October 1994*;
5. European Commission, *European Union Public Finance*, Luxembourg, 2002;
6. Protocol on the financial consequences of the expiry of the ECSC Treaty and on the research fund for coal and steel, *Official Journal of the European Communities*, C 80, 10.3.2001;
7. Stojanović Snežana, «Budžet Evropske unije: sopstveni prihodi i opšti budžetski principi, *Finansije* 1-6/2006, str. 74-104;
8. Weinefeld Werner i Wolfgang Wessels (urednici), *Evropa od A do Š – Priručnik za evropsku integraciju*, Fondacija Konrad Adenauer, Beograd, 2003;
9. SCADPlus: *Budgetisation of the European Development Fund*, <http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/rl12110.htm>;
10. SCADPlus, *Cotonou Agreement*, <http://europa.eu/cgi-bin/etal.pl>;
11. SCADPlus: *European Development Fund*, <http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/rl2102.htm>.

Rad primljen: 27. 05. 2008.

UDK: 336.226.1

JEL: H-31

Stručni rad

SMANJENJE DODATNOG PORESKOG OPTEREĆENJA UPOTREBOM *FLAT* POREZA

THE EXCESS BURDEN REDUCTION IN USE FLAT TAXATION

Dr Jadranka ĐUROVIĆ-TODOROVIĆ

Mr Marina ĐOĐEVIĆ

Ekonomski fakultet, Niš

Rezime

Prilikom dizajniranja poreskog sistema, svaka država nastoji da uvede takve poreske oblike koji će biti efikasni, ali istovremeno i takvi da se putem njih ne pravi diskriminacija poreskih obveznika, već da se poštuje princip pravičnosti. Međutim, princip pravičnosti i princip efikasnosti su često suprotstavljeni i teško ih je uskladiti. Upotrebom flat poreza se, donekle, mogu pomiriti ova dva principa. Koršćenjem jednakih stopa za svaki nivo dohotka smanjuje se dodatni poreski teret čime se postiže efikasnost, a upotrebom brojnih poreskih olakšica i oslobođenja se realizuje i princip pravičnosti u oporezivanju.

Ključne reči: *PROPORCIONALNO OPOREZIVANJE, FLAT POREZI, VIŠAK PORESKOG TERETA, PROGRESIVNE PORESKE STOPE, EFIKASNOST, PRAVIČNOST*

Summary

Any single state, in design own tax sistem, introduce tax forms wich are efficient, non-discrimination and equity. But, efficient and equity principles are in conflict and with difficulty harmonization.

The use of flat tax is possible harmonize these principles An equality in tax rates reduce the excess burden and realize efficient principle, until an application of tax reduction made possible and equity principle.

Key words: *PROPORTIONAL TAXATION, FLAT TAXES, EXESS BURDEN, PROGRESIVES TAX RATES, EFFICIENT, EQUITY*

UVOD

Teorijski posmatrano, postoje tri opcije u izboru poreskih stopa. Poreska vlast se može odlučiti za progresivne, proporcionalne ili degresivne poreske stope. Takođe, u pogledu progresivnih poreskih stopa, moguće je razlikovati ubrzan, usporen i ravnomeran rast poreskih stopa. Vođenje aktivne poreske politike zahteva da se tom prilikom načini pravi izbor.

Međutim, u praksi savremenih država sreću se dve vrste poreskih stopa: proporcionalne i progresivne poreske stope. Degresivne poreske stope su, što se tiče poreza na dohodak fizičkih lica, samo teorijski prihvatljive. Da li će se jedna država odlučiti za proporcionalnost ili progresivnost u oporezivanju dohotka zavisi od mnogih faktora. Kada govorimo o izboru između proporcionalnih i progresivnih poreskih stopa, mi u stvari govorimo o različitim shvatanjima principa pravičnosti u oporezivanju.

Brojni ekonomisti ističu značaj principa pravičnosti kod oporezivanja dohotka. Svi se slažu u vezi s tim da poreski sistem treba da bude pravičan. Međutim, problemi nastaju onda kada to treba praktično sprovesti. Na osnovu principa korisnosti, pravičan je onaj poreski sistem u kome svaki poreski obveznik plaća porez srazmerno koristima koje dobija od javnih usluga. Ako bi poreska vlast i pokušala da ovo operacionalizuje, ona bi naišla na problem merenja te korisnosti koju svaki pojedinac ima od javnih usluga. Zbog toga se, u vođenju poreske politike polazi od principa sposobnosti plaćanja poreza i sa stanovišta ovog principa pravičnost poreskog sistema se određuje nezavisno od obima i strukture javnih usluga, a u zavisnosti od ekonomske snage poreskog obveznika. U skladu sa principom sposobnosti plaćanja mogu se formulirati dva zahteva: zahtev za horizontalnom i zahtev za vertikalnom pra-

vičnošću u oporezivanju. *Vertikalna pravičnost* podrazumeva pravilo po kome treba nametnuti ljudima različitih platežnih sposobnosti pravedno raspodeljen poreski teret. *Horizontalna pravičnost* podrazumeva da ljude sa istim sposobnostima plaćanja treba tretirati isto. Pravičnost se, horizontalna ili vertikalna, sagledava sa stanovišta ukupne ekonomske snage. Ovu kategoriju je takođe teško operacionalizovati, jer ukupna ekonomska snaga podrazumeva celokupno blagostanje koje jedan poreski obveznik uživa. Ukupno blagostanje jednog pojedinca obuhvata pored posedovanja imovine i sadašnju i buduću potrošnju, oportunitetne troškove/koristi, uživanje u dokolici i dr. Dakle, tu se javljaju problemi praktične prirode.

S druge strane, govorimo o principu efikasnosti i njegovom konfliktu sa principom pravičnosti u oporezivanju. Kada se govori o principu efikasnosti, on može biti sagledan s aspekta efikasne alokacije i efikasnosti u pogledu minimizacije administrativnih troškova. Ako efikasnost posmatramo sa stanovišta *efikasne alokacije* sredstava onda će ona podrazumevati da porezi budu tako postavljeni da što je moguće manje utiču na ekonomske odluke privrednih subjekata na tržištu. Pošto porez umanjuje raspoloživi dohodak, on izaziva efekte na ponašanje privrednih subjekata. Efikasnost poreza se može posmatrati i sa stanovišta *minimizacije troškova*.

To se, pre svega, odnosi na smanjenje administrativnih troškova, kao i troškova plaćanja poreza.

1. LINEARNO VS. NELINEARNO OPOREZIVANJE DOHOTKA FIZIČKIH LICA

Najznačajnija oblast u konfliktu između pravičnosti i efikasnosti je izbor poreske stope, tj. broja i visine poreskih stopa.¹

Izbor poreske stope uključuje dva problema:

- izbor metode utvrđivanja poreske stope (progresivno ili proporcionalno oporezivanje dohotka) i
- izbor visine poreske stope.

Kod izbora **metode utvrđivanja poreske stope** nailazi se na prvi konflikt između jednakosti i efikasnosti u dizajniranju sistema poreza na dohodak fizičkih lica. Ukoliko postoji progresivno oporezivanje dohotka, rast u progresiji će povećati jednakost u oporezivanju, ali će obeshrabriti aktivnosti koje vode povećanju prihoda. Ovo je vrlo konkretan i istinit stav, koga ipak treba pojasniti u cilju njegovog adekvatnijeg sagledavanja.

¹ Heady C., „The Conflict between Equity and Efficiency in Designing Personal Income Tax Systems”, *Economies in Transition: The Role of Tax Reform in Central and Eastern European Economies*, OECD, 1991, str. 342.

Standardna definicija progresivnog poreskog sistema je da ljudi sa visokim dohodcima izdvajaju veći procenat svojih dohodaka za porez, dok ono koji ostvaruju niži dohodak treba da izdvoje i manje na ime poreza. Treba naglasiti da ovo može biti ostvareno i korišćenjem konstantnih stopa poreza kombinovanim sa poreskim olakšicama, tj. sistemom koji može biti nazvan *linearno oporezivanje*. Međutim, treba prihvatiti stav o progresiji po kome poreske stope rastu u skladu sa prihodima, tzv. *nelinearno oporezivanje dohotka*. Sve OECD zemlje imaju nelinearno oporezivanje dohotka, a u njima se putem nelinearnosti, ipak, ostvaruje adekvatna distribucija i podsticaj ostvarivanja što većih prihoda.

Ako bismo posmatrali neku zemlju sa nelinearnim oporezivanjem dohotka videli bismo da promene u progresiji neznatno utiču na promene prihoda. Ukoliko se niske stope zamene visokim to će uticati na distribuciju prihoda. U tom slučaju treba dati poreske olakšice siromašnim poreskim obveznicima, bez obzira na primenu sistema nelinearnog oporezivanja. Ova promena će doneti koristi onima koji imaju niske prihode, a neće imati nikakav uticaj na one sa visokim prihodima.

U slučaju prelaska sa progresivnog na linearno oporezivanje dohotka, koristi će imati bogati slojevi društva, a i biće narušen princip jednakosti u

oporezivanju. Ovaj gubitak u poreskim prihodima biće nadoknađen rastom poreskih stopa ili smanjenjem poreskih olakšica. Ovo će pogoditi siromašne, uopšte, ali zbog povećanja poreskih olakšica realno opterećenje će snositi oni sa srednjim prihodima. Siromašni i bogati imaju koristi od linearnog oporezivanja, dok srednjem sloju najviše pogoduje nelinearno oporezivanje.

Argumenti protiv **nelinearnog oporezivanja** su oborivi i pre svega se odnose na problem distribucije prihoda. Npr. poreski sistem u Velikoj Britaniji je primer da sistem nelinearnog oporezivanja može biti dobar. U njihovom poreskom sistemu poreske stope su konstantne unutar određenog ranga, ali se visoke poreske stope primenjuju za veoma visoke prihode, tako da ekstraporezi uzeti od bogatih omogućavaju smanjenju u oporezivanju siromašnih i, jednim delom, srednjih slojeva društva. Međutim, visoke stope mogu negativno uticati na radni napor i na taj način smanjiti efikasnost.

Značaj ovih argumenata može biti povećan, ako se sagleda tako da porez na dohodak ima dva efekta na radni napor. Prvo, porezi čine ljude siromašnim i oni rade više da bi poboljšali svoj životni standard. Drugo, porezi smanjuju prihode od dodatnog rada i zato smanjuju radni napor. Rast poreza na visoke dohotke pogađa mali procenat ljudi. Prvi efekat pozitiv-

no utiče na prihode koje ostvaruju te kategorije stanovništva, a u krajnjem pozitivno utiče na nacionalni dohodak te privrede. Međutim, drugi efekat je negativan, jer pojedine kategorije stanovništva će biti destimulisane da rade više, ako se taj njihov dohodak mnogo oporezuje. Neki ističu da rast poreskih stopa smanjuje radni napor, pa tako smanjuje poreske prihode koje država prikuplja za finansiranje javnih rashoda. U tom slučaju nema konflikta između efikasnosti i jednakosti.

S druge strane, argumenti koji favorizuju sistem linearnog oporezivanja su brojniji. Prvo, **linearno oporezivanje** može obeshrabrati rizične poslove kroz ekstraoporezivanje za dobar rezultat i poreske redukcije za loš rezultat. Drugo, nelinearno oporezivanje više opterećuje ljude čiji dohodak varira iz godine u godinu. I treće, linearno oporezivanje smanjuje broj ljudi koji upadaju u zamku gde se preklapaju poreski sistem i sistem socijalne zaštite.²

U vezi sa ovim dilemama, ne iznenađuje što sve veći broj zemalja OECD-a preferira sistem linearnog oporezivanja, kroz smanjenje poreskih stopa i povećanje poreskih olakšica. Zemlje u tranziciji treba da uvide da je linearno oporezivanje vredno napora i suočavanja s problemima koji prate njegovo uvođenje.

² Isto, str 218.

Što se tiče izbora *visine poreske stope*, ovde treba rešiti i problem njihovog broja. Kao što je već rečeno, visoke poreske stope će doprineti većoj distribuciji prihoda, ali će smanjiti radni napor. Ovde se poreska vlast suočava sa problemom donošenja prave odluke u izboru između jednakosti i efikasnosti, jer zbog visokih poreskih stopa biće uvedene poreske olakšice i smanjiće se teret siromašnima, ali će to obeshrabrati rad i druge kreativne aktivnosti. Ova odluka će zavisiti od stepena nejednakosti u dohocima koje ostvaruju poreski obveznici.

Prihvatanje stava o nejednakosti je moralan i politički problem, koji ne može biti rešen standardnom ekonomskom analizom. Nasuprot, činjenica da porezi smanjuju radni napor je fundamentalno objektivno pitanje ljudskog ponašanja. Međutim, ne postoji način da se to odredi. Značajna količina stvarnog rada biće prebačena u oblastima gde se ostvaruju visoki rezultati. Nije potpuno dokazano da se radni napor smanjuje oporezivanjem, ali postoji saglasnost da ponuda radne snage muškaraca ne odgovara na poreze kao ponuda radne snage žena.³

³ Ovde se radi o udatim ženama kojima se zbog prevelikog oporezivanja ne isplati da rade zbog obaveza koje imaju u kući i oko dece. One će radije rad zameniti poslovima koje imaju u kući i na koje one troše svoje slobodno vreme.

2. ANALIZA RELEVANTNIH POKAZATELJA U IZBORU NAČINA OPOREZIVANJA DOHOTKA FIZICKIH LICA

Kombinacija subjektivnih i objektivnih faktora u determinisanju izbora poreskih stopa vodi zaključku da izbor treba da bude načinjen u zavisnosti od okolnosti i prilika u svakoj zemlji posebno. Međutim, priroda izbora je očigledna: pravičnost versus efikasnost.

Postavlja se pitanje da li je u skladu sa principom vertikalne pravičnosti primerenije *izabrati proporcionalne ili progresivne poreske stope*. U tom kontekstu Richard Musgrave je na osnovu koncepta „jednake žrtve“⁴ pokušao da objasni pod kojim okolnostima su proporcionalne poreske stope bolja opcija, a pod kojim progresivne. On je došao do zaključka da prema konceptu apsolutno jednake žrtve, ako je elastičnost marginalne korisnosti⁵ dohot-

⁴ Richard Musgrave-Peggy Musgrave, *Public finance in theory and practice*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1980, str. 230.

⁵ Elastičnost marginalne korisnosti dohotka predstavlja odnos između procentualne promene marginalne korisnosti i procentualne promene dohotka. Ukoliko dohodak raste, a korisnost opada u istom procentu, reč je o jediničnoj elastičnosti. Ukoliko dohodak raste, a korisnost opada u većem procentu, radi se o relativnoj elastičnosti, a ukoliko korisnost opada u manjem procentu onda je u pitanju relativna neelastičnost.

ka veća od 1, porez bi trebalo da bude progresivan; ako je elastičnost marginalne korisnosti dohotka manja od 1-degresivan i ako bi bila jednaka 1-proporcionalan. U slučaju koncepta proporcionalne žrtve, potrebno je sprovesti proporcionalno oporezivanje, ako je marginalna korisnost dohotka konstantna.⁶ Ukoliko je kriva marginalne korisnosti pravolinijska ili opadajuća, onda treba pristupiti progresivnom oporezivanju. I na kraju, u slučaju koncepta marginalne žrtve, ako je marginalna korisnost konstantna može se primeniti i jedna i druga vrsta poreskih stopa. Međutim, ako kriva marginalne korisnosti dohotka opada, onda treba primeniti progresivne poreske stope.

Na teorijskom planu, odgovor na dilemu da li treba primenjivati progresivne ili proporcionalne poreske stope u krajnjoj liniji zavisi od veličine koeficijenta marginalne korisnosti dohotka.⁷

Praktičnari navode brojne razloge u korist i protiv proporcionalnog, odnosno progresivnog oporezivanja. Tako, npr, kao razlozi u korist proporcional-

⁶ Marginalna korisnost dohotka pokazuje koliko se korisnost menja u skladu sa promenom dohotka za jednu novčanu jedinicu.

⁷ Dejan Popović, *Nauka o porezima i poresko pravo*, Open Society Institute/Constitutional and Legislative Policy Institute, Budimpešta, 1997, str. 189.

nog oporezivanja mogu se navesti:

- proporcionalni porezi su *objektivniji*. Određivanje ključnih elemenata za oporezivanje, u slučaju progresivnog oporezivanja, vrši se na osnovu subjektivnih sudova i zaključaka nosilaca poreske vlasti;

- proporcionalni porezi, takođe, *ne izazivaju tako jak otpor plaćanju poreza*, kao što je to slučaj sa progresivnim porezima;

- proporcionalni porezi imaju *povoljniji uticaj na veličinu radnog napora*, dok ga progresivni porezi destimulišu;

- država *nema koristi od fiskalog vučenja* u slučaju proporcionalnog oporezivanja i zato njoj odgovara sistem progresivnog oporezivanja. Kod progresivnog oporezivanja sa porastom dohotka poreski dug raste u većem iznosu. To je iz razloga postojanja fenomena fiskalnog vučenja;

- proporcionalni porezi su *manje zahtevni u administrativnom pogledu*. Primena progresivnog oporezivanja zahteva bolje obrazovanu i tehnički opremljeniju poresku administraciju.

Prednosti progresivnih poreza smo, uglavnom, razmotrili kroz kritiku proporcionalnih. Sada ćemo videti koji su argumenti koji se navode *u korist progresivnog oporezivanja*:

- progresivno oporezivanje obezbeđuje veća sredstva državnoj kasi, što omogućuje adekvatniju politiku preraspodele. Na taj način, moguće je uvođenje različitih poreskih

olakšica i oslobođenja u cilju ostvarivanja što veće pravičnosti u oporezivanju;⁸

- progresivni porezi omogućavaju vođenje aktivne poreske politike. Aktivna poreska politika podrazumeva upotrebu poreskih instrumenata u cilju ostvarivanja mikro i makro ekonomskih efekata ;

- progresivnim oporezivanjem postižu se snažni stabilizacioni efekti na privredu. Oni ublažavaju ciklične oscilacije i deluju u pravcu povećanja ili smanjenja agregatne tražnje;

- progresivno oporezivanje se koristi kako bi se kompenzovali efekti regresivnih poreza, i to pre svega indirektnih poreza. Na taj način poreski sistem dobija proporcionalni karakter. Dejstvo progresivnog oporezivanja dohotka se potire regresivnim porezom na promet. Progresivnim porezima se može delimično ili potpuno pokriti regresivni efekat indirektnih poreza;

- na kraju, to da progresivni porezi destimulišu radni napor, da izazivaju veći otpor plaćanju poreza i da su u administrativnom pogledu suviše komplikovani treba prihvatiti sa rezervom.

⁸ Brummerhoff Dieter, *Javne financije*, MATE, Zagreb, 2000, str. 324. Dejan Popović, *Nauka o porezima i poresko pravo*, *Open Society Institute/Constitutional and Legislative Policy Institute*, Budimpešta, 1997, str. 189.

U poreskim sistemima savremenih država, kada govorimo o progresivnom oporezivanju mogu se zapaziti izvesne tendencije: ublažavanje oštrine progresije i smanjenje poreskih stopa, smanjenje broja poreskih tranši, širenje poreske osnovice i promene u poreskom tretmanu pojedinih prihoda i dr. Sve ovo doprinosi ublažavanju nedostataka progresivnog oporezivanja i postizanju veće pravičnosti u oporezivanju dohotka.

Na kraju, možemo zaključiti da u skladu sa prednostima i nedostacima progresivnog i proporcionalnog oporezivanja dohotka, u savremenim poreskim sistemima paralelno su zastupljene i proporcionalne i progresivne poreske stope. Kreatori poreske politike će se opredeliti za jednu ili drugu vrstu poreskih stopa u zavisnosti od okolnosti u samoj privredi i od ciljeva koje treba ostvariti.

3. FLAT POREZI

Uvođenje flat poreza pokrenuto je činjenicom da progresivniji porezi izazivaju veći čist gubitak. Čist gubitak se povećava sa povećanjem granične (marginalne) poreske stope. Progresivni porezi imaju veću graničnu poresku stopu od proporcionalnih poreza, a samim tim imaju i veći čist gubitak.

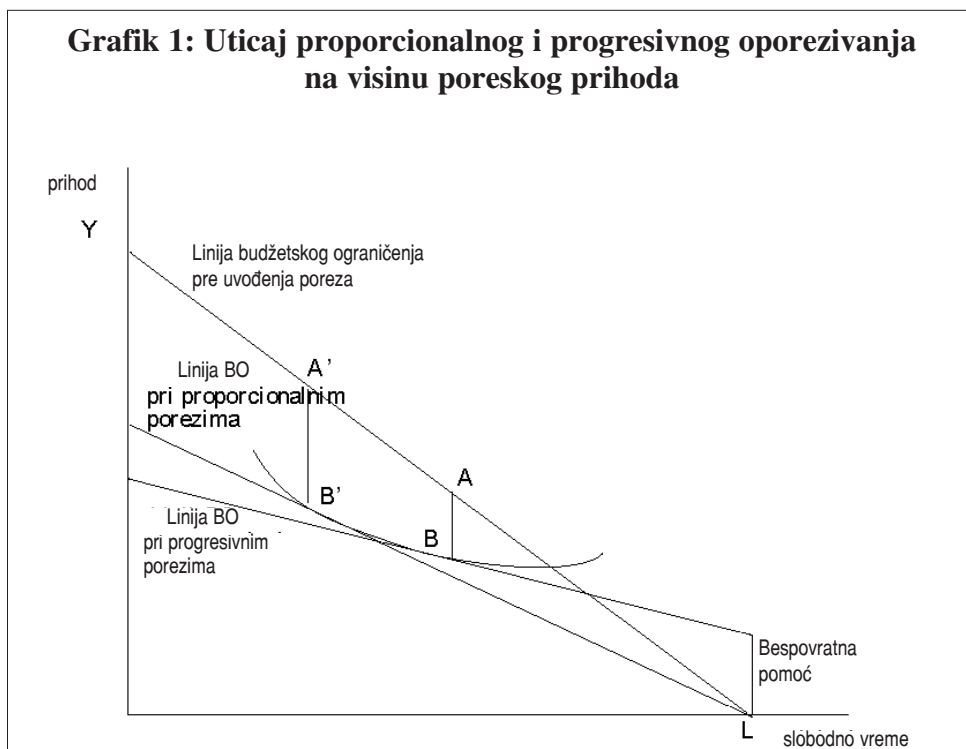
Takođe, što je porez progresivniji veća je verovatnoća da će se ponuda radne snage smanjiti i da će preovla-

dati efekat supstitucije, zbog čega će biti neophodno da se povećaju poreske stope kako bi se prikupila sredstva za potrebe finansiranja funkcija države. To bi negativno uticalo na pojedince sa višim prihodima.

Na grafiku će biti prikazan uticaj proporcionalnih i progresivnih poreskih stopa na visinu poreskog prihoda.

Na ordinati je prikazan prihod koji ostvaruje poreski obveznik, a na apscisi njegovo slobodno vreme, odnosno dokolica. Linija budžetskog ograničenja pre oporezivanja pokazuje različite kombinacije prihoda i dokolice. Vidimo da poreski obveznik ostvaruje siguran prihod i u slučaju da ne radi. Osim nje, prikazane su još dve linije budžetskog ograničenja i to: jedna, kod koje se primenjuje proporcionalno oporezivanje i druga, u slučaju progresivnih poreskih stopa. S obzirom na to da se one ukrštaju, na grafiku je nacrtana kriva indiferencije, koja je zajednička za obe linije budžetskog ograničenja. Kriva indiferencije liniju budžetskog ograničenja u slučaju proporcionalnog oporezivanja dotiče u tački B, a liniju budžetskog ograničenja kod progresivnih poreza u tački B'. Vertikalno rastojanje od ovih tačaka do linije budžetskog ograničenja predstavlja poreski prihod koji se ostvaruje u slučaju proporcionalnog (AB) i progresivnog oporezivanja (A'B'). Sa grafika se može uočiti da je rastojanje A'B'

Grafik 1: Uticaj proporcionalnog i progresivnog oporezivanja na visinu poreskog prihoda



mного duže od rastojanja AB, što znači da se veći poreski prihodi ostvaruju putem proporcionalnog, nego putem progresivnog oporezivanja. Prema tome, progresivan porez je manje efikasan od proporcionalnog.⁹

Dalja kritika progresivnog oporezivanja dohotka, osim što doprinosi ostvarenju manjih poreskih prihoda, tiče se činjenice da progresivni porez na dohodak vodi tzv. eroziji poreske osnovice. Poreska osnovica se „gubi“ zbog brojnih olakšica i oslobođenja i

na taj način se princip pravičnosti u oporezivanju dohotka dovodi u pitanje. Takođe, slojevi stanovništva sa višim dohotkom, zbog raznih standardnih i nestandardnih odbitaka, smanjuju svoje osnovice za oporezivanje i plaćaju manji iznos poreza nego što bi trebalo.

S obzirom na ove činjenice, proporcionalni metod oporezivanja dohotka pokazao se kao podobnije rešenje od progresivnog. Zbog toga su se, još '80-ih godina XXveka, javili različiti predlozi za reformu u oporezivanju dohotka. Predlog za uvođenje flat poreza je jedan od onih o kojima se mnogo raspravljalo i u

⁹ Stiglitz Joseph E., Ekonomija javnog sektora, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004, str. 566.

nekim zemljama je eksperimentalno uveden. U osnovi ovog predloga leži konstantna marginalna poreska stopa. Odobravanjem većeg ili manjeg iznosa ličnog odbitka stvara se indirektna progresija. Dohodak se po ovoj koncepciji definiše sveobuhvatno, bez ikakvih olakšica i oslobođenja, tako da se i pomoću nižih poreskih stopa mogu ostvariti jednaki poreski prihodi. Takođe, efektivno poresko opterećenje ne bi trebalo da se bitno smanji.

Ideja zadržavanja graničnih poreskih stopa na niskom nivou, da bi se minimizirala neefikasnost poreza na dohodak je bila glavna pokretačka snaga predloga da se usvoje flat porezi. Flat porez je porez na dohodak koji nudi veliko poresko oslobođenje pojedincu, a nakon toga oporezuje sve prihode po istoj stopi.¹⁰

Kritičari ističu da ovaj porez nije pravedan i da je mnogo pravednije progresivno oporezivanje dohotka gde bogatiji plaćaju više nego siromašni. Protivnici uvođenja flat poreza smatraju da on preraspodeljuje veći deo poreskog opterećenja od bogate na srednju klasu. Takođe, kritičari se pozivaju i na činjenicu da troškovi poslovanja nikada ne mogu da budu „strogo definisani“, pošto je nemoguće da postoji jednostavna

zbirka propisa o porezu na dohodak.¹¹

Pristalice, s druge strane, ističu sledeće prednosti flat poreza:

- u sistemu flat poreza poreska stopa je ista za sve. U sistemu progresivnog oporezivanja dohotka poreski obveznici sa visokim dohocima plaćaju enormno visok iznos poreza pošto su oporezovani poreskim stopama iz najviših tranši. Zbog toga se javljaju oportunitetni troškovi;
- druga prednost flat poreza je ta što su ovi porezi u administrativnom pogledu jednostavni za primenu i doprinose uštedama i smanjenju administrativnih troškova. Prelaskom na flat poreze postigla bi se veća jednostavnost u oporezivanju i smanjili bi se transakcioni troškovi;
- flat porezi utiču na povećanje efikasnosti u radu;
- progresivno oporezivanje stimuliše radni napor;
- poreska osnovica se izražunava bez odbitka od ukupnog dohotka, osim ličnih izuzeća i strogo definisanih troškova poslovanja,
- flat porezi imaju konstantnu marginalnu poresku stopu,
- oni doprinose smanjenju dodatnog poreskog opterećenja.

¹⁰ Holcombe, Randak, *Public Sektor Economics*, Pearson, New Jersey, 2006, p. 285.

¹¹ Harvey Rosen, *Public Finance*, McGraw-Hill international edition, New York, 2005, str 232.

Takođe, pored flat poreza sa jedinstvenom (konstantnom) stopom, predlažu se i rešenja s manjim brojem stopa i s konstantnim marginalnim poreskim stopama za svaki nivo dohotka.

Tabela 1: Pregled zemalja koje primenjuju flat poreze

Zemlja	Godina	Stopa
Hong Kong	1948.	16%
Estonija	1994.	26%
Letonija	1995	25%
Litvanija	1995	15/27%
Rusija	2001.	13%
Srbija	2003.	10/12/20%
Slovačka	2003.	19%
Ukrajina	2003.	13%
Gruzija	2004.	12%
Rumunija	2005.	16%
Makedonija	2007.	12%(10%)
Češka	2008.	15%

Izvor: www.google.com

Mnoge zemlje Evrope su prihvatile režim flat poreza. Eksperiment je počeo 1994. godine, kada je *Estonija* postala prva zemlja Evrope koja je uvela flat poreske stope na dohodak fizičkih lica i korporacija. Svi dohoci su oporezovani jednom uniformnom stopom od 26%. Ranije su korišćene progresivne poreske stope za oporezivanje dohotka fizičkih lica od 16-

33%, dok je za oporezivanje dohotka pravnih lica korišćena stopa od 35%.

Odmah za njom, Letonija *Litvanija* i Rusija uvode flat poreze. Litvanija je uvela flat poreze po stopi od 33%. Ta stopa je bila stopa po kojoj je oporezovan najvići nivo dohotka, pošto se poreska progresija kretala od 18 do 33%. Ova novina doprinela je značajnom povećanju prihoda od poreza na dohodak fizičkih lica.

Letonija je flat poreze uvela 1997. godine, po stopi od 25%. Letonija je pre toga imala neuobičajeno regresivnu strukturu poreskih stopa poreza na dohodak fizičkih lica i to 25% za niži nivo dohotka i 10% za viši nivo. Primenom flat poreza porasle su poreske obaveze kategorija poreskih obveznika sa visokim prihodima, zbog čega su prihodi od poreza na dohodak fizičkih lica povećani. Stopa poreza na dohodak pravnih lica je, takođe određena na nivou od 25%.

Rusija je, počev od 2001. godine unificirala marginalnu poresku stopu poreza na dohodak fizičkih lica - od prethodnih 12,20 i 30% - na 13%. Stopa poreza na dohodak pravnih lica je povećana sa 30 na 35%. Uvođenjem flat poreza prihodi od poreza na dohodak fizičkih lica su porasli za oko 46%.¹²

¹² Anna Ivanova, Michael Keen, Aleksander Klemm, *Russia's „flat tax“*, Institut for Fiscal Studies and University College, London, 2006.

Januara 2003. godine *Ukrajina* uvodi flat poreze po stopi od 13%. Do ovog perioda u Ukrajini je bila u upotrebi poreska progresija za oporezivanje dohotka fizičkih lica i kretala se od 10 do 40%. Ovo je doprinelo smanjenju prihoda od poreza na dohodak fizičkih lica.

Slovačka je, takođe, pristupila flat oporezivanju 2004. godine. Ona je uvela flat stope za porez na dohodak fizičkih i pravnih lica od 19%. Dohodak fizičkih lica je podvrgavan poreskoj progresiji u rasponu od 10 do 38%, dok je dohodak pravnih lica, ranije oporezovan po stopi od 25%. Prihodi od poreza na dohodak fizičkih lica su smanjeni za 0,7% od GDP-a.

Sledeća zemlja koja je uvela 2004. godine flat poreze je *Gruzija*. Najniža stopa iz poreske progresije od 12, 15, 17 i 20% je izabrana za flat stopu poreza na dohodak fizičkih lica. To je dovelo do smanjenja prihoda od ove vrste poreza u ukupnim приходima ove države.

Zatim, januara 2005. godine, *Rumunija* uvodi flat poreze po stopi od 16%. Pre reforme, u ovoj zemlji bilo je pet tranši po stopama od 18 do 40%. Prihodi od poreza na dohodak fizičkih lica i od poreza na dohodak pravnih lica su smanjeni u odnosu na predreformsko stanje za 1%.¹³

¹³ Michael Keen, Yitae Kim, Ricardo Varsano, *The „Flat Tax(es)“: Principles and Evidence*, IMF Working Papers, IMF, 2006., p. 10.

Tabela 2: Poreske stope kod flat poreza u izabranim zemljama

<i>Država</i>	<i>Porez na dohodak fizičkih lica(%)</i>	<i>Porez na dohodak pravnih lica(%)</i>
Estonija	26	26
Litvanija	33	29
Letonija	25	25
Rusija	13	37
Ukrajina	13	25
Slovačka	19	19
Gruzija	12	20
Rumunija	16	16

Izvor: IMF Working Paper, Fiscal Affairs Department, september, 2006.

Srbija se, u finansijskoj literaturi, takođe navodi kao zemlja koja je 2003. godine uvela flat poreze, zato što je u ovo vreme stopa poreza na dobit preduzeća bila 10%, koliko je iznosila i stopa godišnjeg poreza na dohodak fizičkih lica i stopa poreza na prihode od samostalne delatnosti.

Flat oporezivanje dohotka, uvela je i Makedonija 2007. godine po stopi od 12%, zatim i Češka 2008. godine, po stopi od 15%.

Na osnovu empirijskih iskustava, može se zaključiti da osim pravog flat sistema oporezivanja, u kome se koristi ista poreska stopa za oporezivanje dohotka i fizičkih i pravnih lica,

FINANSIJE

Tabela 3: Prihodi od poreza na dohodak pre i posle uvođenja flat poreza

Zemlja	Porez na dohodak fizičkih lica (u % od GDP-a)		Porez na dohodak pravnih lica (u % od GDP-a)	
	Prihodi pre reforme	Prihodi posle reforme	Prihodi pre reforme	Prihodi posle reforme
Estonija	8,5	8,1	4,8	3,5
Gruzija	2,7	2,5	1,6	1,9
Letonija	5,4	5,6	2,0	2,4
Litvanija	5,0	5,4	5,3	2,5
Rumunija	3,0	2,3	2,7	2,4
Rusija	2,4	2,9	5,5	5,8
Slovačka	3,3	2,6	2,8	2,4
Ukrajina	5,1	3,8	5,0	4,7
PROSEK	4,4	4,1	3,7	3,2

Izvor: Michael Keen, Yitae Kim, Ricardo Varsano, *The „Flat Tax(es)“: Principles and Evidence*, IMF Working Papers, IMF, 2006.

mnoge zemlje upotrebljavaju flat model oporezivanja u kome su u upotrebi različite proporcionalne poreske stope za porez na dohodak fizičkih i porez na dohodak pravnih lica. Estonija, Letonija, Slovačka i Rumunija imaju čist sistem flat oporezivanja, dok je u ostalim zemljama zastupljen model sa različitim proporcionalnim stopama. Takođe, flat sistem oporezivanja, u nekim zemljama je izazvao smanjenje prihoda od ovih poreskih oblika, dok je u pojedinim zemljama doprineo povećanju ovih prihoda.

Na osnovu podataka iz tabele može se uočiti da je jedino u Letoniji, Litva-

niji i Rusiji došlo do povećanja prihoda od poreza na dohodak fizičkih lica, dok je u Estoniji, Gruziji, Rumuniji, Slovačkoj i Ukrajini uvođenje flat poreza izazvalo smanjenje poreskih prihoda. U proseku, posmatrano, uvođenje novog načina oporezivanja izazvalo je blago smanjenje prihoda od poreza na dohodak fizičkih lica.

Što se tiče prihoda od poreza na dohodak pravnih lica, njihov rast beleži se u Gruziji, Letoniji i Rusiji, dok je u svim ostalim zemljama zapaženo smanjenje.

U cilju ostvarivanja principa pravičnosti u oporezivanju, flat porezi

podrazumevaju uvođenje brojnih poreskih olakšica i oslobođenja, što doprinosi povećanju administrativnih troškova. Na taj način, na račun povećanja pravičnosti, dolazi do smanjenja efikasnosti u oporezivanju dohotka.

Flat porezi su izazvali jaku debatu u domenu poreske politike u zapadnoj Evropi i SAD. Reforma poreskog sistema Rusije iz 2001. godine je imala jak uticaj na promene u poreskim sistemima mnogih zemalja i predstavljala je jednu od najznačajnijih reformi u ovom periodu.

ZAKLJUČAK

Zbog činjenice da progresivni porezi izazivaju veći čist gubitak, tj. dodatni poreski teret za poreske obveznike, došlo se na ideju da se progresivni porezi zamene proporcionalnim, a da se narušena pravičnost u oporezivanju nadomesti uvođenjem brojnih poreskih olakšica i oslobođenja. Radilo se, zapravo, o uvođenju flat poreza. Ideja zadržavanja graničnih poreskih stopa na niskom nivou, da bi se minimizirala neefikasnost poreza na dohodak je bila glavna pokretačka snaga predloga da se usvoji flat oporezivanje.

Flat porezi imaju brojne prednosti od kojih su najznačajnije sledeće: primena iste poreske stope na svaku komponentu dohotka, poreska osnovica se izračunava bez odbitka od ukupnog dohotka, osim ličnih izuzeća

i strogo definisanih troškova poslovanja, jednostavni su za primenu i izazivaju male administrativne troškove oporezivanja, imaju konstantnu marginalnu poresku stopu, njihova primena izaziva smanjenje dodatnog poreškog opterećenja i dr.

Na osnovu napred navedenih argumenata u korist flat oporezivanja, može se zaključiti da:

- flat porezi predstavljaju administrativno jednostavan i efikasan način oporezivanja dohotka,
- eliminišu potencijalne forme poreske arbitraže,
- uvođenje flat poreza, u nekim zemljama, dovelo je do povećanja prihoda od poreza na dohodak fizičkih lica, što je rezultat blage poreske progresije pre reforme ili, degresivnih poreskih stopa, kao što je slučaj u Letoniji,
- u većini zemalja došlo je do smanjenja prihoda od poreza na dohodak fizičkih lica, pošto su slojevi stanovništva s najvišim dohocima oporezovani nižim poreskim stopama,
- kod oporezivanja dohotka pravnih lica takođe je zapažena tendencija opadanja poreskih prihoda, osim u pojedinim zemljama u kojima je zabeležen rast,
- ovaj način oporezivanja je dobro prihvaćen u velikom broju zemalja, jer se smatra da doprinosi smanjenju dodatnog poreškog tereta.

Sve su ovo argumenti zbog kojih se pojedine zemlje odlučuju na uvođenje flat poreza. Da li je to ispravan korak vreme će pokazati.

LITERATURA

1. Brummerhoff Dieter, *Javne financije*, MATE, Zagreb, 2000.
2. Dejan Popović, *Nauka o porezima i poresko pravo*, Open Society Institute/ Constitutional and Legislative Policy Institute, Budimpešta, 1997.
3. Heady C., *The Conflict between Equity and Efficiency in Designing Personal Income Tax Systems*, Economies in Transition: The Role of Tax Reform in Central and Eastern European Economies, OECD, 1991.
4. Harvey Rosen, *Public Finance*, McGraw-Hill international edition, New York, 2005
5. Holcombe, Randak, *Public Sector Economics*, Pearson, New Jersey, 2006.
6. Ivanova Anna, Keen Michael, Klemm Aleksander, *Russia's „flat tax“*, Institut for Fiscal Studies and University College, London, 2006
7. Richard Musgrave-Peggy Musgrave, *Public finance in theory and practice*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1980.
8. Stiglitz Joseph E., *Ekonomija javnog sektora*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004.
9. Michael Keen, Yitae Kim, Ricardo Varsano, *The „Flat Tax(es)“: Principles and Evidence*, IMF Working Papers, IMF, 2006.

Rad primljen: 11.02.2008.

UDK: 339.727.3(497.11)

JEL: F-31

Pregledni rad

STRANI KREDITI – EKSPANZIJA I IMPLIKACIJE

FOREIGN CREDITS – EXPANSION AND IMPLICATIONS

Prof. dr Vlastimir VUKOVIĆ
Institut ekonomskih nauka, Beograd

Rezime

Protekle tri godine strani krediti privredi Srbije ubrzano su rasli, dostižući razmere kreditnog buma krajem prošle godine. Najbrže su rasli ino krediti preduzećima, dok su krediti domaćim bankama rasli sporije. Izuzetno brz rast ovih kredita utiče kako na ukupnu spoljnu zaduženost zemlje (više od 2/3 ukupnog eksternog duga) i finansijsku stabilnost, tako i na makroekonomske učinke privrede i razvojne perspektive preduzeća. Do sada su u fokusu interesovanja uglavnom bili kapitalno-bilansni efekti ovog zaduživanja, posebno finansiranje ekspandirajućeg uvoza, dok su pozitivni uticaji na agregatnu proizvodnju, zaposlenost, produktivnost i izvoz samo fragmentarno evidentirani. Analiza pokazuje da dosadašnjim privatnim zaduživanjem u inostranstvu nisu ugrožene eksterna likvidnost i finansijska stabilnost zemlje, dok je kauzalna veza sa rastom bruto domaćeg proizvoda, produktivnosti i izvoza očigledna. Mogućnosti

apsorpcije ovih kredita još nisu iscrpljene, mada je njihov odnos prema bruto domaćem proizvodu dostigao prosek zemalja u tranziciji. Prema standardnim kriterijumima, kreditni bum se već desio, ali su izostali ključni dokazi njegovog negativnog dejstva – posledična valutna i bankarska kriza. Istraživački nalazi upućuju da je ekspanzija inozaduživanja i promena strukture u korist privatnog sektora motivisana, pre svega, izbegavanjem troškova monetarne regulative i realokacijom rizika na privatna preduzeća, najčešće u stranom vlasništvu, proporcionalno udelu kredita koje nisu garantovale domaće banke. Tokom prva četiri meseca ove godine zabeleženo je usporavanje rasta inokredita preduzećima i brzo smanjivanje istovrsnih kredita bankama, tako da je u aprilu prvi put zabeležen pad od 2,8%. Međutim, od maja inozaduživanje ubrzano raste i krajem septembra dostiže rekordnih 20,53 milijardi evra, gotovo isključivo zbog cross-border kredita preduzećima. Nivo ovog duga još uvek nije alarmantan, ali je zabrinjavajući. Zato je od najveće važnosti, primereno pravilima finansijske stabilnosti, da se predupredi svaki pokušaj formalizacije implicitnih garancija i prenošenja rizika na javni sektor, odnosno naknadno preimenuvanje stranih kredita privatnom sektoru u javni dug.

Ključne reči: STRANI (CROSS-BORDER) KREDITI, SPOLJNI DUG, DOMAĆE BANKE I PREDUZEĆA, STRANE BANKE, FINANSIJSKA STABILNOST, PRIVATNI DUG, KREDITNI BUM, AGREGATNA PROIZVODNJA, PRODUKTIVNOST, IZVOZ, IMPLICITNE GARANCIJE.

Summary

During past three years, foreign credits to the economy of Serbia have accelerated expansion, achieving proportions of the credit boom at the end of the last year. Foreign credits to the companies had the most accelerated expansion, while the credits to the domestic banks had slower expansion. Extremely rapid expansion of these credits had influence on general foreign country debts (more than 2/3 of the general external debt) and financial stability, as well as on the macro economical company development perspective efficiency and economy efficiency. So far, capital-balance effects have been mostly in the focus of interests, especially expanding importation finance, while the positive impacts on aggregate production, employment, productivity and export have been only fragmentary registered. According to the analysis, current foreign debts still do not disturb external liquidity and financial stability of the country, while causative connection

with gross domestic product growth, productivity and importation is obvious. Absorption opportunities of the credits have not been exhausted yet, although their ratio towards gross domestic product had achieved transition countries' average. According to the standard criteria, credit boom had already occurred, but there was a lack of the key evidences – consequential currency and bank crisis. The analyses show that the expansion of foreign credits and structural change in favor of private sector is motivated by avoiding the costs of monetary regulative and re-allocation of risks on private companies, mostly in foreign ownership and the part of credit for which domestic banks have not guaranteed. During the first four months of this year, growth slowdown of foreign credits to the companies can be noticed, as well as the rapid decrease of the identical credits to the banks and in April there was a decrease of 2.8% for the first time. However, from May the foreign credit loan extremely rose, and by the end of September it reached record of 20.53 billion euro, almost everything because of the cross border credits to the companies. The level of this debt has not become alarming yet, but it is very concerning. So, it is of the highest priority, according to the rules of financial stability, to prevent any attempt of formalization implicit guaranties and switching the risks on the public sector, or subsequent renaming of foreign credits to the private sector into the public debt.

Key words: FOREIGN (CROSS-BORDER) CREDITS, EXTERNAL DEBT, DOMESTIC BANKS AND COMPANIES, FOREIGN BANKS, FINANCIAL STABILITY, PRIVATE DEBT, CREDIT BOOM, AGGREGATE PRODUCTION, PRODUCTIVITY, EXPORTATION, IMPLICIT GUARANTEES.

UVOD

Ekspanzivan rast stranih kredita počinje nakon ulaska prve grupe stranih banaka – investitora u Srbiju i devizne liberalizacije, koja je pospešila slobodno zaduživanje domaćih banaka i preduzeća u inostranstvu.¹ Posle samo nekoliko go-

dina, inozaduživanje privrede je dostiglo takve razmere da snažno utiče na poslovanje preduzeća i izaziva

¹ Atribut domaća nose sva privredna društva, uključujući i banke, koja su osnovana i posluju prema zakonima Republike Srbije, bez obzira na zemlju porekla vlasnika.

dalekosežne makroekonomske posledice. Dovoljno je navesti malo poznatu činjenicu da su strani krediti preduzećima nadmašili domaće već tokom 2006. godine!?

Većina zemalja u tranziciji prošla je ili prolazi slične faze ekspanzije i buma kredita stranih banaka i njihovih lokalnih supsidijara. Primera radi, neto strani krediti (po odbitku otplata principalima) tranzicionim ekonomijama Evrope i centralne Azije tokom perioda 2000-2006. godina povećani su 15 puta.² Otuda komparacija s drugim zemljama u tranziciji, obuhvatajući i one koje su članice EU, predstavlja metodološku okosnicu ovog rada. Zbog kompleksnosti istraživačkog zadatka analiza počinje odeljkom (1) ekspanzivan rast spoljnog duga, na koji se nadovezuju (2) strani krediti privatnom sektoru privrede, (3) makroekonomske implikacije, (4) strani krediti preduzećima i (5) mikroekonomske implikacije. Zaključni deo sažima ključne nalaze i ocene analize.

1. EKSPANZIVAN RAST SPOLJNOG DUGA

Uticaj spoljnog duga na finansijsku stabilnost i ekonomski razvoj svake zemlje može biti pozitivan ili negativan, zavisno od relativnog nivoa zaduženosti (mereno odnosom prema

BDP-u) i mogućnosti servisiranja duga (otplata anuiteta i kratkoročni dug u poređenju sa izvozom i bilansnim saldom tekućih transakcija).³ Makroekonomske implikacije spoljnog duga zavise i od drugih faktora (ročna i sektorska struktura duga, devizne rezerve i dr.), zbog čega je neophodno razmotriti najvažnije indikatore eksterne pozicije zemlje.⁴

Posle zaključenja sporazuma sa Londonskim i Pariskim klubom povećanja i primene Zakona o regulisanju odnosa SRJ prema ovim poveriocima (jula 2002. godine), strukturu spoljnog duga karakterisala je dominacija javnog duga, koji je narednih godina smanjivan u apsolutnom iznosu. Postepeno smanjivanje javnog spoljnog duga višestruko je premašeno narastajućim privatnim dugom prema inostranstvu, tako da je ukupan spoljni dug na kraju prošle 2007. godine dostigao 17,8 milijardi evra, odnosno 26,2 milijarde USD. Samo u 2007. godini porast ukupnog duga je iznosio 2,9 milijardi evra ili 19,6%, mada su obaveze javnog sektora istovremeno smanjene za 290 miliona evra. Prošlogodišnji rast privatnog spoljnog duga od 37,8%, odnosno 3,2 milijarde evra, gotovo u celosti je uzrokovan bumom stranih kredita preduzećima, uvećanih za 67,6% ili 3,1 milijardu evra (Tabela 1).

³ Pattillo i dr. (2002).

⁴ Sorsa i dr. (2007).

² The World Bank (2008), s. 39.

FINANSIJE

**Tabela 1 – Spoljni dug po dužnicima i ročnosti
(na kraju godine u milionima evra)**

Dužnici / Godina	2004.	2005.	2006.	2007.	30.09.08.
Ukupan spoljni dug	10.354	13.064	14.884	17.789	20.530
<i>Javni sektor</i>	7.112	7.714	6.420	6.130	6.282
dugoročni dug	7.039	7.630	6.363	6.099	6.247
kratkoročni dug	73	84	57	34	35
<i>Privatni sektor</i>	3.242	5.350	8.464	11.659	14.248
Banke	1.131	2.184	3.871	3.967	3.475
dugoročni dug	687	1.260	2.929	2.803	2.357
kratkoročni dug	444	924	942	1.164	1.118
Preduzeća	2.111	3.166	4.593	7.699	10.773
dugoročni dug	1.895	2.895	4.334	7.575	10.009
kratkoročni dug	216	271	259	124	764

Izvor: www.nbs.yu (novembar 2008)

Prosečna stopa rasta ukupnog spoljnog duga u periodu 2004-2007. iznosila je 19,8%, javnog duga – 4,9% i privatnog 53,2%, pri čemu je trend bankarskog inozaduživanja 51,9%, a stranih kredita preduzećima 53,9%. Eksterne obaveze banaka⁵ kra-

⁵ Spoljni dug banaka uključuje i obaveze po osnovu depozita primljenih iz inostranstva, što je za ovu analizu irelevantno, tako da strani krediti domaćim bankama u ovom radu podrazumevaju primljene strane kredite i depozite.

jem prošle godine porasle su za svega 2,5% u odnosu na stanje godinu dana ranije, što potvrđuje da strani izvori nisu imali rastuće učešće u finansiranju domaćih kredita.

Tokom prva četiri meseca 2008. godine spoljni dug banaka je smanjen za 901 milion evra ili 22,7%. Istovremeno, inokrediti preduzećima uvećani su za 874 miliona evra ili 11,4%, odnosno sa 7,7 na 8,6 milijardi evra! Indikativno je da spoljne obaveze banaka opadaju gotovo srazmerno rastu stranih kredita predu-

FINANSIJE

Tabela 2 – Sektorska struktura spoljnog duga (u %)

Sektori / Godina	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	30.09.08.
Ukupan spoljni dug	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Javni sektor</i>	76,9	68,7	59,0	43,1	34,4	30,6
<i>Privatni sektor</i>	23,1	31,3	41,0	56,9	65,6	69,4
Banke	(6,6)	(10,9)	(16,7)	(26,0)	(22,3)	(16,9)
Preduzeća	(16,5)	(20,4)	(24,2)	(30,9)	(43,3)	(52,5)

Izvor: www.nbs.yu (novembar 2008)

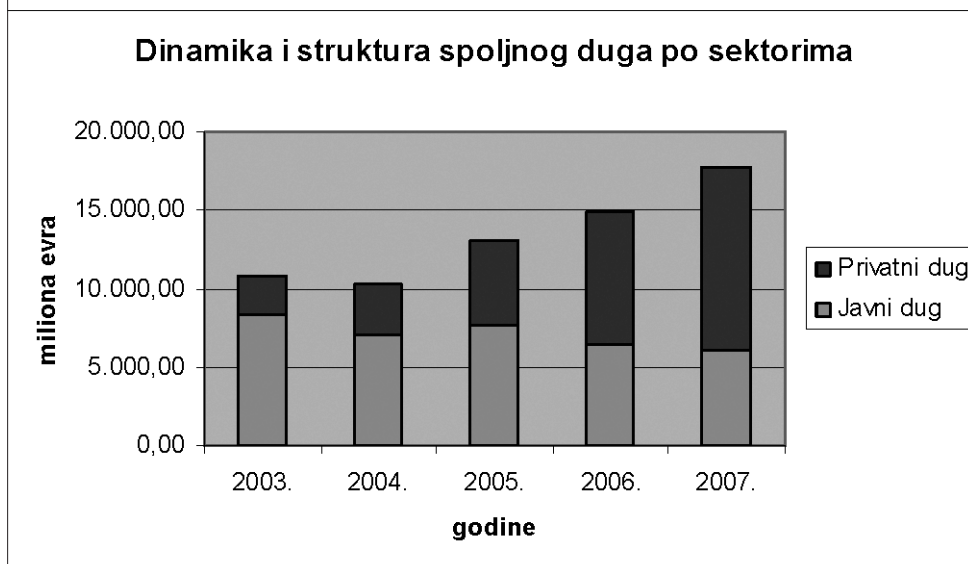
zećima u ovom kratkom vremenskom periodu. Od maja ponovo započinje ubrzanje rasta inozaduživanja preduzeća, zbog čega ukupan dug na kraju septembra premašuje vrtoglavih 20,5 milijardi evra ili 29,5 milijardi USD. Samo u periodu maj-septembar ukupan dug je povećan za 2,9 milijardi evra, koliko i u celoj 2007. godini! Dominiraju obaveze preduzeća po stranim kreditima – 10,8 milijardi evra, dok su inodugovi banaka znatno manji – 3,5 milijardi evra. Zbirno, privatni dug je iznosio 14,3 milijarde evra, dok je javni povećan na 6,3 milijarde evra krajem septembra ove godine (Tabela 1). Tokom prvih devet meseci 2008. ukupan spoljni dug povećan je za 15,4% - privatni za 22,2% i javni za 2,5%.

Silinu ekspanzije privatnog duga jasno odslikava promena negovog re-

lativnog udela u ukupnom dugu od 23,1% krajem 2003. do 65,6% četiri godine kasnije, odnosno 69,4% krajem septembra! Skok relativnog učešća inokredita preduzećima u eksternim obavezama bio je još silovitiji – sa 16,5% na 52,5% u istom periodu (Tabela 2).

Sektorska struktura spoljnog duga potpuno je izmenjena - krajem 2003. godine javni inodug je nadmašivao obaveze preduzeća prema inostranstvu za 4,7 puta, a na kraju septembra ove godine bio je manji za 41,7%. Podatak da je tokom prošle godine udeo stranih kredita preduzećima u ukupnom spoljnom dugu povećan čak za 12,4 strukturalna poena, a tokom devet meseci ove godine za dodatnih 9,2 strukturalna poena (!), ukazuje na dubinu i brzinu promena sektorske strukture.

Grafikon 1



Naredni grafikon istovremeno od-slikava brzinu rasta i strukturne promene spoljnog duga, odnosno primarni podsticaj ekspanziji.

Prema ročnosti, ekspanziji su naj-više doprinosili dugoročni strani krediti (Tabela 1), što dokazuje rast njihovog udela u ukupnom dugu sa 92,9% istekom 2004. godine na 94,7% krajem aprila ove godine. Međutim, od maja znatno brže rastu kratkoročni krediti privatnog sektora, zbog čega je primetno pogoršana ročna struktura spoljnog duga - udeo ukupnih dugoročnih kredita pao je za samo tri meseca sa 93,8% (30. jun) na 90,7% (30. septembar).

Rast privatnog duga uzrokujeće i narednih godina porast ukupnih eksternih obaveza, dok će se javni inodug

kretati u zavisnosti od politike zaduživanja.

2. STRANI KREDITI PRIVATNOM SEKTORU PRIVREDE

Preduzeća i banke su jedini korisnici stranih kredita privatnom sektoru, pošto građanima nije dozvoljeno zaduživanje u inostranstvu.⁶ Strogo formalno, „kreditni poslovi s inostranstvom su krediti i zajmovi između rezidenata i nerezidenata zaključeni u devizama.“⁷ Zajmovima se označavaju poslovi između nebankarskih rezidenata i nerezidenata. Kreditni poslovi

⁶ Zakon o deviznom poslovanju, čl. 18, st. 6.

⁷ Ibidem, čl. 2, t. (21).

FINANSIJE

Tabela 3 – Struktura spoljnog duga privrede (u %)

Dužnici / Godina	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	30.09.08.
Privreda ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Banke	28,8	34,9	40,8	45,7	34,0	24,4
Dugoročni dug	(15,2)	(21,2)	(23,5)	(34,6)	(24,0)	(16,5)
Kratkoročni dug	(13,6)	(13,7)	(17,3)	(11,1)	(10,0)	(7,9)
Preduzeća	71,2	65,1	59,2	54,3	66,0	75,6
Dugoročni dug	(54,3)	(58,4)	(54,1)	(51,2)	(64,9)	(70,3)
Kratkoročni dug	(16,9)	(6,7)	(5,1)	(3,1)	(1,1)	(5,3)

Izvor: www.nbs.yu (septembar 2008)

obuhvataju komercijalne, robne i finansijske kredite, kao i bankarske depozite i bankarske kreditne linije.⁸ Osnovna karakteristika stranih kredita privatnom sektoru je **odgovornost rezidenta**, banke i/ili preduzeća, za izvršavanje ugovorenih obaveza.

Ekspanzija stranih kredita domaćoj privredi, kao što je već naglašeno, prevashodno je izazvana brzim rastom kredita namenjenih preduzećima. Istovremeno, spoljni dug domaćih banaka kontinuirano opada, tako da je 30. septembra ove godine bio manji za 12,4% nego devet meseci ranije!

Posledične promene strukture eksternog duga privrede bile su izrazito velike – samo od početka 2007. do kraja septembra 2008. godine udeo banaka u

spoljnom dugu privrede pao je čak za 21,3 strukturalna poena (!), za koliko je povećano učešće preduzeća (Tabela 3).

Oficijelna je ocena da se ovim strukturnim promenama, odnosno usporenom bankarskom dezintermedijacijom, vrši transfer kreditnog rizika sa domaćih banaka na preduzeća, pretežno u stranom vlasništvu.⁹ Izneta ocena je validna za strane kredite koje nisu garantovale domaće banke. Transferiše se i devizni rizik, jer je većina domaćih kredita devizno indeksirana. Značajan deo preduzeća-debitora spada među izvoznike, tako da su manje izloženi riziku deviznog kursa nego banke.

Najvažniji razlog ipak je izbegavanje troškova monetarne regulative

⁸ Ibidem.

⁹ IMF, Republic of Serbia (2008)

NBS, što dokazuje nivo kamatnih stopa na kredite nerezidentskih banaka – 5,20% i zajmove ostalih nerezidenata – 5,58%, odnosno prosečno 5,37% (avgust 2007).¹⁰ Neposredan dokaz izbegavanja „izloženosti NBS“ jesu strani krediti koje ovdašnji bankarski supsidijari aranžiraju sa svojim centralama u inostranstvu. NBS nema praksu objavljivanja strukture spoljnog duga privatnog sektora po zemljama poverioca i delatnostima dužnika, mada se i iskustveno može zaključiti da navedeni aranžmansi krediti sigurno dominiraju.

Visok i rastući ideo preduzeća u ukupnim stranim kreditima privredi veoma pozitivno utiče na BDP, produktivnost i izvoz, a ima i antiinflatorne efekte. Istovremeno opadanje učešća banaka – korisnika stranih kredita ukazuje na rast domaćih izvora u pasivi bankarskog sektora, pre svega, dinarskih i deviznih depozita stanovništva i preduzeća, što potvrđuju i zvanični podaci.¹¹

Ročna struktura spoljnog duga privrede poboljšavana je tokom svih prethodnih godina (Tabela 3), ali je u trećem kvartalu ove godine pogoršana. Uprkos brzom rastu kratkoročnih kredita, čiji su dominantni korisnici banke (66-88%), ročna struktura je krajem septembra bila povoljnija nego u periodu 2003-2005. Ukoliko

se ima u vidu već apostrofirano povećanje izvoza sa 6,6 na 11,8 milijardi USD ili 78,6% tokom protekle dve godine, jasno je da domaća privreda narednih godina ipak neće imati problema sa servisiranjem svojih obaveza prema stranim kreditorima.

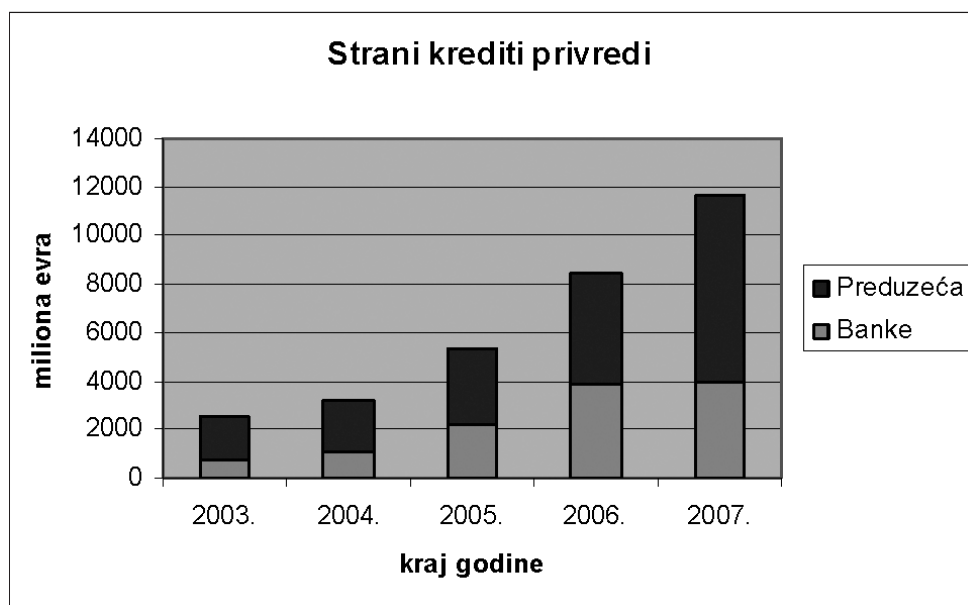
Devizni oblik stranih kredita privatnom sektoru često izaziva fenomen implicitnih garancija, koji je eskalirao 1996. godine u Aziji, tokom poznate finansijske krize.¹² Naime, strani kreditori i investitori skloni su da „podrazumevaju“ istovetan tretman javnog (suverenog i garantovanog) spoljnog duga i eksternih obaveza privatnog sektora, polazeći od „odgovornosti“ vlade za devizni režim, rezerve i stabilnost kursa domaće valute. Naknadnim prihvatanjem „pretpostavljenog“ jemstva vrši se proces formalizacije implicitnih garancija, odnosno njihovo transformisanje u eksplicitne obaveze države.¹³ Suštinska razlika stranih kredita kumuliranih u zemljama jugoistočne Azije 1996. i Srbiji deceniju kasnije je u pretežnim korisnicima – banke i preduzeća lokalnih vlasnika u Aziji, a kod nas u svojini stranih investitora. Proizilazi da nije pre-

¹⁰ Ibidem.

¹¹ NBS, Izveštaj o inflaciji, Avgust 2008.

¹² Park i Wyplosz (2007).

¹³ Ugovor SRJ sa Londonskim klubom privatnih poverilaca je primer formalizacije implicitnih garancija, koji se može pravdati dominacijom društvene i državne svojine u vlasničkoj strukturi banaka i preduzeća – debitora.



sudan apsolutni i relativni nivo stranih kredita, već vlasnička struktura preduzeća – debitora.

Navedene razlike nisu karakteristične samo za Srbiju, nego za većinu evropskih zemalja u tranziciji u odnosu na druga tržišta u razvoju. Razlike se najčešće objašnjavaju istorijskim evropskim eksperimentom ekonomske, finansijske i političke integracije, koji omogućava ekonomsku konvergenciju (smanjuju se razlike između bogatih i siromašnih evropskih zemalja), zahvaljujući brzom privrednom rastu, zasnovanom na korišćenju strane štednje i direktnim stranim investicijama.¹⁴ Smanjivanje ekonomskog jaza između zemalja u

tranziciji i razvijenih evropskih zemalja potvrđuju brojna empirijska istraživanja.¹⁵

Prema aktuelnoj domaćoj regulativi „Republika i Narodna banka Srbije ne garantuju za izvršenje obaveza po kreditnom poslu sa inostranstvom, osim u slučajevima predviđenim zakonom“, a ako je zaključen suprotno ovoj odredbi „ugovor o kreditnom poslu sa inostranstvom je ništav“.¹⁶ Problem može predstavljati mogućnost da se „retroaktivnim“ zakonom izvrši još jedna formalizacija (nakon Ugovora sa Londonskim klubom), što bi bilo ekonomski nedopu-

¹⁴ Demekas (2007).

¹⁵ Weill (2007)

¹⁶ Zakon o deviznom poslovanju, čl. 19, st. 2 i 3.

FINANSIJE

Tabela 4 – Indikator Spoljni dug/BDP - ukupno i po dužnicima (u % BDP-a)

Dužnici / Godina	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Ukupan spoljni dug	66,7	57,5	58,7	61,7	61,1
<i>Javni sektor</i>	51,3	39,5	34,7	26,6	21,1
<i>Privatni sektor</i>	15,4	18,0	24,0	35,1	40,0
Banke	(4,4)	(6,3)	(9,8)	(16,0)	(13,6)
Preduzeća	(11,0)	(11,7)	(14,2)	(19,1)	(26,4)

Izvor: www.nbs.yu (april 2008)

stivo.¹⁷ Zato je preporučljivo proširiti navedene odredbe sa izričitom zabranom naknadnih suverenih garancija za eksterne dugove privatnog sektora. Pri tome se mora imati u vidu da profitabilnosti investicija i izvesnost naplate kredita nisu u domenu zaštite investitora, već uobičajenog tržišnog rizika.

Do kraja ove godine, pod uslovom da izostanu neekonomski šokovi, može se očekivati izvesno smanjivanje stranih kredita bankama i uspoređujući rast inoplasmana preduzećima.

¹⁷ Ugovor sa Londonskim klubom komercijalnih poverilaca bilo je moguće temeljiti na činjenici da su dužnici bili u društvenom ili državnom vlasništvu, ali je sličan ugovor i pravno nezamisliv u slučaju dugova privatnih firmi prema inostranstvu.

3. MAKROEKONOMSKE IMPLIKACIJE

Najvažnije makroekonomske implikacije stranih kredita obuhvataju njihov uticaj na eksternu solventnost i likvidnost, inflaciju i finansijsku stabilnost, ekonomski rast (BDP), zaposlenost, produktivnost, uvoz i izvoz.

Odnos spoljnog duga i BDP-a osnovni je indikator zaduženosti zemlje i međunarodne solventnosti (*external solvency indicator*). Uprkos oscilacijama, uočljiv je trend opadanja ovog udela, koji se protekle dve godine stabilizovao na nivou 61-62% (Tabela 4).

Relativni odnos javnog duga prema BDP-u smanjen je sa 51,3% na 21,1%, dok je odnos privatnog duga porastao sa 15,4% na 40,0% (banke sa 4,4% na 13,6%, preduzeća sa 11,0% na

26,4%). Prošlogodišnji bum stranih kredita preduzećima izazvao je porast ovog odnosa od 19,1% do 26,4% BDP-a (!), a ove godine će rast biti još brži.

Prema metodologiji Svetske banke granica spoljne prezaduženosti je 80% BDP-a, čije probijanje signalizira probleme u otplati. Javni i privatni sektor Srbije još uvek se nije približio kritičnoj granici. Poređeno sa 15 zemalja u tranziciji centralne, istočne i Jugoistočne Evrope, prema ovom baznom indikatoru, Srbija je u 2006. bila eksterno manje zadužena od šest ZUT.¹⁸ Srbija ima nepovoljnije pokazatelje spoljne likvidnosti (external liquidity indicators) koji u svom imeniocu imaju spoljnotrgovinske rezultate, pre svega, odnos otplate duga i izvoza roba i usluga (22,9%). Međutim, prema odnosu deviznih rezervi i kratkoročnog duga naša zemlja je bolja od drugih evropskih zemalja u tranziciji.¹⁹

Drugi indikator solventnosti - spoljni dug prema izvozu – pokazuje da Srbija spada u visokozadužene zemlje (neznatno premašuje kritičnih 220%).²⁰ Ipak, visoke devizne rezerve (14,4 milijarde USD polovinom 2008.) i proporcionalno manji neto spoljni dug (ukupan eksterni dug umanjen za devi-

zne rezerve) upućuju na zaključak da domaći javni i privatni sektor još uvek nemaju probleme sa međunarodnom likvidnošću i solventnošću.²¹ Dominacija dugoročnih obaveza u ročnoj strukturi eksternog duga (90,7% krajem septembra ove godine) dodatno argumentuje očekivani kontinuitet ažurnosti otplate narednih godina.

Inflatorni uticaj stranih kredita srazmeran je alikvotnom delu koji je preko domaćih banaka plasiran sektoru stanovništva, jer upravo takvi replasmani vrše dodatni pritisak na agregatnu tražnju. S obzirom da je pretežni deo ovih kredita usmeren preduzećima (preko 60% prosečno, 66% na kraju 2007. godine), kao i da su značajan deo primljenih inokredita i depozita domaće banke takođe replasirale preduzećima, jasno je da ovim kanalima nisu dopirali snažniji inflatorni impulsi. Tokom prvih devet meseci ove godine, kada je preneti dvocifreni inflacija (10,1%) dodatno ubrzana, inozaduženost naših banaka smanjena je za 492 miliona evra ili 12,4%! Drugi dokaz je relativno manji udeo preduzeća – korisnika stranih kredita u tržišnom segmentu sa regulisanim cenama nego slobodno formiranim (niža bazna inflacija). Treći argument, dovoljan sam po sebi, predstavlja činjenica da je Srbija proteklih godina imala daleko najvišu inflaciju u odnosu na druge zemlje u tranziciji centralne, istočne i ju-

¹⁸ Mereno ovim indikatorom zaduženije su Estonija, Letonija, Mađarska, Slovenija, Bugarska i Hrvatska (EBRD, *Transition report 2007*).

¹⁹ NBS, *Ekonomski pregled*, Jul 2006.

²⁰ EBRD, *Transition report 2007*

²¹ NBS, Izveštaj o inflaciji, Februar 2008.

goistočne Evrope, mada su mnoge imale veći udeo ne samo eksternog duga, već i domaćih kredita u BDP-u.²² Doprinosеći apresijaciji dinara, strani krediti su imali i evidentne antiinflatorne učinke.

Rast cena u Srbiji podstiču tradicionalno visoka inflaciona očekivanja, odnosno nedovoljno kredibilna monetarna politika i klijentelistička fiskalna politika. Nivo evroizacije domaćeg dvovalutnog sistema najpreciznije odražava (ne)poverenje javnosti u kreatorе i realizatore ekonomske politike. Svojevrsan je paradoks da prema indikatorima izloženosti finansijskom riziku (*financial risks exposure*) – pokrivenost novčane mase M1 i primarnog novca deviznim rezervama – Srbija istovremeno predstavlja najsigurniju zemlju u tranziciji (1), odnosno zauzima drugo mesto iza Slovenije (2).²³ Stalno osporavani dinar je najuspešniji proizvod Srbije, jer je poslednjih godina suficit iz čistog menjačkog posla standardno premašivao dve milijarde dolara.²⁴

Međunarodna empirijska istraživanja, vršena početkom ove decenije, pokazala su da uticaj eksternog duga na per capita ekonomski rast postaje

negativan na nivou 160-170% izvoza i 35-40% BDP-a.²⁵ S obzirom da spoljni dug Srbije nekoliko prethodnih godina trostruko i više premašivao izvoz, kao i da je tek prošle godine smanjen na približno 220%, ekonomija je već morala biti u recesiji!? Nasuprot tome, ostvarivane su visoke stope rasta BDP-a, produktivnosti i izvoza. Novija istraživanja potvrdila su pozitivan uticaj ubrzanije kreditne ekspanzije na rast BDP-a u tranzicionim ekonomijama.²⁶

Višegodišnja ekspanzije stranih kredita očigledno je podsticala brzi realni rast agregatne proizvodnje (približno 6,9% godišnje u periodu 2004-2007). Proizvodna usmerenost najvećeg dela ovih kredita samo potvrđuje njihovu kauzalnu vezu sa BDP-om. Visoka nezaposlenost u posmatranom periodu nije smanjena, ali je zato značajno porasla produktivnost, mereno BDP-om po zaposlenom.

Značajan deo vrtoglavo rastućeg uvoza finansiran je stranim kreditima privredi, čiji je iznos krajem 2007. godine dostigao 77% uvoza. Međutim, ako se ima u vidu da njihova prosečna ročnost znatno nadmašuje jednu godinu (podsećanja radi, dugoročni krediti čine preko 98% stranih kredita preduzećima), postaje očigledno da je iz ovog izvora finansirano manje od polovine uvoza.

²² Na primer, domaći krediti privatnom sektoru 2006. godine iznosili su 67,1% BDP-a u Sloveniji i 18,9% u Srbiji (EBRD, Transition report 2007)

²³ NBS, *Ekonomski pregled*, Jul 2006.

²⁴ www.nbs.yu

²⁵ Pattillo i dr. (2002).

²⁶ Brzoza-Brzezina (2005)

Struktura uvoza prema nameni u periodu 2003-2007. pokazuje preovladjujuće učešće repromaterijala (prosečno 60,7%) u odnosu na potrošnu robu (22,3%) i opremu (17,0%). Proizilazi da u Srbiji krediti stanovništvu nisu statistički značajnije negativno korelisani sa spoljnotrgovinskim bilansom, za razliku od zemalja u tranziciji koje imaju veće učešće potrošnih dobara u ukupnom uvozu.²⁷

Ubrzani rast izvoza - sa 5,3 na 8,6 milijardi evra ili za 62,3% samo u protekle dve godine - takođe korespondira s ekspanzijom stranih kredita. Veliki korisnici inokredita istovremeno su vodeći izvoznici, ali i uvoznici, što znači da njihov uticaj na bilans tekućih transakcija zavisi od neto spoljnotrgovinskog rezultata preduzeća – debitora. Otvorenost domaće ekonomije, mereno ukupnim uvozom i izvozom u odnosu na BDP, takođe brzo raste. Pokrivenost uvoza izvozom poslednjih godina pokazuje tendenciju rasta bez većih oscilacija (46,8% u 2004. prema 57,1% u 2007) Uprkos tome, spoljnotrgovinski deficit je u 2007. godini dostigao zabrinjavajućih 6,47 milijardi evra, mada je tekućim transferima, posebno suficitom iz menjačkog posla i doznakama, negativan saldo tekućeg računa smanjen na 3,86 milijardi evra.

Smanjivanje nezaposlenosti u 2007. (18,1%) u poređenju sa pret-

hodnom godinom (20,9%) signalizira dugoročnije pozitivne efekte stranih kredita na zaposlenost. S druge strane, divergentno kretanje agregatne proizvodnje i zaposlenosti rezultiralo je evidentnim porastom produktivnosti (BDP po zaposlenom).

Na kraju, ovi plasmani iz inostranstva posredno su doprinosili i rastu javnih prihoda, odnosno povoljnijem saldu budžeta. Zahvaljujući takvom uticaju u Srbiji još uvek nije ekspandirao tzv. dvostruki deficit – fiskalni i deficit tekućeg računa.

Komparativna analiza zemalja istočne Azije (1996) i zemalja u tranziciji centralne, istočne i jugoistočne Evrope (2006) ukazuje na bitnu diferenciju – odnos deviznih rezervi prema ukupnom i kratkoročnom inodugu i deficitu tekućeg računa. Pri tome Srbija ima najbolje indikatore odnosa prema deviznim rezervama, ali i sporiji rast BDP-a od proseka tranzicionih zemalja i daleko najvišu stopu inflacije.²⁸

Sumarna ocena makroekonomskih implikacija stranih kredita nesporno je pozitivna, posebno doprinos rastu BDP-a, produktivnosti i izvoza. Istovremeno, nema dokaza njihovog značajnijeg uticaja na inflaciju i opštu finansijska (ne)stabilnost. Ukoliko se poštuje zakonska zabrana formalizacije implicitnih garancija, uz kredibilnu monetarnu politiku, finansijska kriza većih razmera nije realna.

²⁷ Corricelli i dr. (2006)

²⁸ Sorsa i dr. (2007).

4. STRANI KREDITI PREDUZEĆIMA

Razmere ekspanzije kredita preduzećima mogu se utvrditi sažimanjem stranog i domaćeg kanala kreditiranja. Odvojeno analiziranje stranih kredita preduzećima (kao komponente ukupnog eksternog duga) i domaćih korporativnih kredita još uvek preovlađuje. Međutim, sve je više istraživanja koja sintetički obuhvataju oba kreditna kanala.²⁹ Dodatnim uključivanjem kredita stanovništvu i ostalim domaćim korisnicima mogu se ustanoviti stvarne dimenzije kreditne ekspanzije i eventualni kreditni bum.

Drugi način za utvrđivanje obima ovog kreditiranja je upoređivanje korporativne štednje i investicija (rezidual je neto kreditiranje), koje se može vršiti sa neizbežnim vremenskim kašnjenjem.³⁰

Rast ukupnih kredita preduzećima takođe je bio veoma brz – sa 3,84 milijarde evra krajem 2003. na 13,22 milijarde krajem 2007, odnosno 36% prosečno godišnje. Domaći krediti su imali veći udeo do kraja 2005. godine, kada su se ubrzano rastući strani krediti gotovo izjednačili. Zahvaljujući takvom rastu, strani krediti su krajem prošle godine premašili 58% svih kredita preduzećima (naredni grafikon).

U istom periodu odnos ovih stranih kredita prema BDP-u povećan je

sa 11,7% na 26,4%, a domaćih kredita sa 13,8% na 19,0%. Posledično, odnos svih kredita preduzećima prema BDP-u uvećan je sa 25,5% na 45,4%. Uprkos tome, Srbija je po međunarodnim evidencijama imala neuporedivo niži odnos svih korporativnih kredita 2006. godine prema BDP-u (38%) nego Bugarska (60%), Hrvatska (49%) i Tajland 1996. (52%), a viši od Rumunije (32%).³¹

Uključivanjem kredita stanovništvu, koji su rasli prosečno godišnje za 67% od 2004. (sa svega 4,5% BDP-a), kao i ostalih domaćih korisnika, dolazi se do 59,4% BDP-a u 2007. (26,4% strani krediti preduzećima, 19,0% domaći krediti preduzećima, 13,1% zajmovi stanovništvu i 0,9% ostali).³²

Sporiji rast korporativnih kredita od kredita stanovništvu nije karakterističan samo za Srbiju, već i za sve ZUT – članice EU, izuzev Slovenije. Uzrok je još uvek mali obim kredita građanima, koji višestruko zaostaje za ekonomski razvijenim zemljama EU. Otuda je razmera korporativnih kredita prema BDP-u znatno viša u svim tranzicionim ekonomijama, izuzimajući Poljsku i Estoniju.³³ Domaći korporativni krediti nadmašuju sektorske

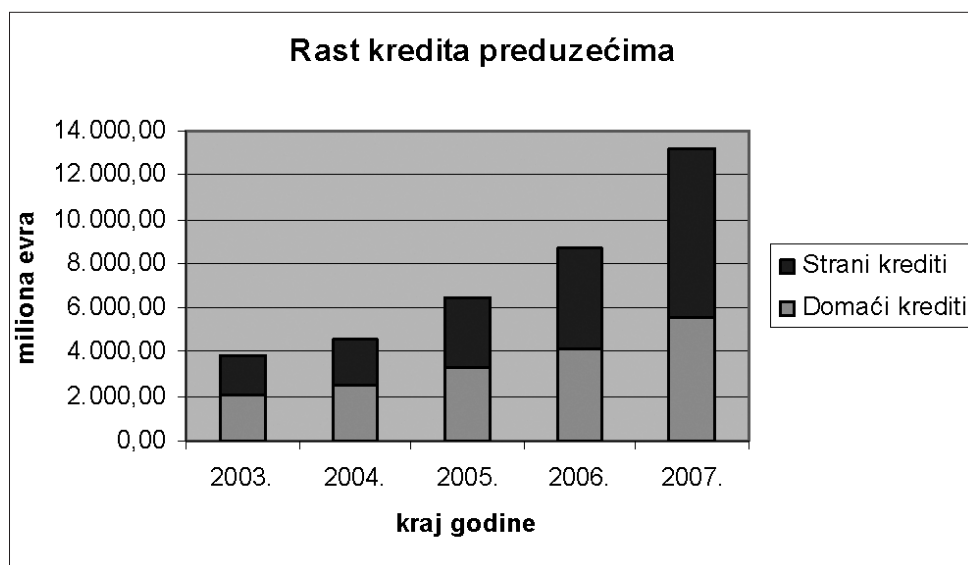
²⁹ Sorsa i dr. (2007)

³⁰ OECD (2007)

³¹ Sorsa i dr. (2007).

³² Uključivanje stranih kredita bankama bilo bi metodološki pogrešno, jer su sredstva iz tog izvora replasirana.

³³ Sirtaine, S. i dr. (2007).



depozite, dok je sektor stanovništva u Srbiji suficitaran, jer je štednja građana znatno veća od njihovih kredita.

Ukupni krediti uvećavani su u ovom intervalu 44% prosečno godišnje, što je indikator ubrzane kreditne ekspanzije. Istovremeni skok odnosa kredita prema BDP-u, domaćih (sa 19,9% na 33,0%) i ukupno (sa 31,6% na 59,4%), po međunarodnim standardima ukazuje na kreditni bum. Najveće pomeranje odnosa kredita i BDP-a evidentirano je krajem prošle godine (ukupno za 11,7%), što je očigledno vreme kreditnog buma, izraženog i početkom ove godine. Međutim, s aspekta održivosti duga bum se još uvek nije desio – obaveze privrede, ali i stanovništva, uglavnom se uredno servisiraju, devizne rezerve i izvoz se povećavaju, a rast BDP-a ove

godine je oficijelno procenjen na 4-6%!?. Interesantno je da porast korporativnog neto-kreditiranja prati smanjivanje deficita, odnosno rast suficita bilansa tekućih transakcija.³⁴ Pored relativnog obima kredita, za rast BDP-a je bitan i udeo rizičnih projekata koji se kreditiraju.³⁵

Prekomerna kreditna ekspanzija rezultira bumom, posle koga sledi valutna i bankarska kriza, opšta finansijska nestabilnost i recesija. Srbija je prema zvaničnim kriterijumima već doživela kreditni bum, ali bez propratne ekonomske krize nedostaje ključni dokaz eksplozije kredita. Deo odgovora pruža sektorska struktura kredita, sa preduzećima kao dominantnim kori-

³⁴ OECD (2007)

³⁵ Ferraris i Minetti (2007)

snicima. Ročna struktura kredita spada među najpovoljnije u grupi tranzicionih zemalja.³⁶ Pored toga, relativni odnos kredita i BDP-a još uvek je približan proseku ove grupe zemalja i znatno ispod nivoa u razvijenim zemljama.³⁷ Takođe, *per capita* iznos kredita znatno zaostaje ne samo za ekonomski razvijenim zemljama, već i za prosekom zemalja u tranziciji.

Na kraju, može se zaključiti da je rast stranih kredita domaćim preduzećima direktno uticao na rast BDP-a, produktivnosti i izvoza ukupne privrede. Očigledno je da su strani krediti u velikoj meri kompenzirali relativno nizak nivo direktnih stranih investicija! Averzija prema riziku zemlje preusmerila je mnoge strane investitore u Srbiji sa direktnog investiranja na kreditno finansiranje.

5. MIKROEKONOMSKE IMPLIKACIJE

Rast stranih kredita domaćim preduzećima pozitivno je uticao na ekonomske performanse pojedinačnih debitora, pre svega, zahvaljujući značajno olakšanom pristupu bankama i nižim kamatnim stopama, odnosno ukupnim troškovima kreditiranja.

Ekspanzija stranih kredita direktno je olakšala i pristup preduzeća domaćim bankama. Jednostavno, ra-

stućim korišćenjem stranih kredita oslobođen je znatan deo kreditnog potencijala za finansiranje preduzeća koja teško mogu doći do kredita inobanaka. Pošto je zaduživanje glavni izvor eksternog finansiranja ne samo malih i srednjih, već i velikih preduzeća u gotovo svim zemljama, jasno je kakav uticaj na efikasnost poslovanja preduzeća ima pristupačnost bankarskog kreditiranja. Lakši pristup finansiranju takođe može podsticati ulazak novih preduzeća i ekonomski rast.³⁸

Prema mogućnostima kreditiranja, oficijelno procenjenim na osnovu normativnih prava dužnika i kreditora, kao i pravnog okvira i pristupa kreditnim registrima, Srbija trenutno zauzima izuzetno visoko 13. mesto od 178 zemalja (prva je Velika Britanija).³⁹ Izuzetne institucionalne mogućnosti kreditiranja potvrđuje i podatak da su ostali rangovi Srbije neuporedivo niži.

Isto tako, znatno povoljnije kamatne stope na strane kredite neposredno su doprinele smanjivanju troškova, izvoznjoj konkurentnosti i uspešnosti poslovanja preduzeća. Povoljnost ovih kamatnih stopa ilustruje već navedeni podatak MMF-a da je avgusta 2007. njihov prosek za sve strane kredite iznosio 5,37%.⁴⁰

Postoji i mnoštvo drugih pozitivnih uticaja stranih kredita na domaća

³⁶ IMF (2008)

³⁷ ECB (2007)

³⁸ The World Bank (2008)

³⁹ The World Bank (2007)

⁴⁰ IMF (2008)

preduzeća, kao što su uvođenje novih proizvoda i tehnologija. Kada se ima u vidu da su najveći debitori firme u stranom vlasništvu, jasno je da se ovakvim finansiranjem mikroekonomski učinci multiplikuju. Zato je konačni saldo poželjnih i nepoželjnih efekata stranih kredita preduzećima nesumnjivo pozitivan.

ZAKLJUČAK

Strani krediti domaćoj privredi, posebno inokrediti preduzećima, izuzetno brzo su rasli u protekle tri godine. Prema standardima međunarodnih finansijskih organizacija krajem prošle godine kod nas je došlo do kreditnog buma. Posle ovog buma, prema iskustvima drugih zemalja, spoljni dug postaje neodrživ, dolazi do opšte finansijske krize, koju prati recesija (usporeni rast i smanjivanje BDP-a, izvoza i zaposlenosti), volatilnost cena svih oblika aktive i debalansi robnih i finansijskih tržišta (kriza domaćeg tržišta kapitala ima sasvim druge, egzogene uzroke svetskih razmera). Smatra se da kreditni bum najčešće koincidira s bumom potrošnje ili investicija, koji prethode bankarskim i valutnim krizama.⁴¹

Nakon četvoromesečnog zatišja, početkom ove godine, strani krediti ponovo ubrzano rastu. Ipak, visoke devizne rezerve, ažurno izmirivanje

obaveza po stranim i domaćim kreditima, relativno stabilan devizni kurs, kao i rast BDP-a, produktivnosti i izvoza, pokazuju da kreditna ekspanzija još uvek nije dostigla razmere buma. Proizilazi da mogućnosti produktivne apsorpcije stranih kredita, bez ugrožavanja eksterne likvidnosti i finansijske stabilnosti zemlje, nisu do sada iscrpljene. Ključno je da su najveći korisnici ovih kredita pretežno izvozna preduzeća u vlasništvu stranih investitora. Irelevantno je što se na ovaj način izbegavaju troškovi regulative NBS, što izvesno doprinosi smanjivanju prosečne kamatne stope na domaće kredite privredi. Natprosečna inflacija, po prirodi inercijska, autonomna je u odnosu na strane kredite privredi, koji imaju antiinflatoran uticaj!

Imajući u vidu sve efekte, umeren rast stranih kredita domaćoj privredi još uvek je ekonomski poželjan i finansijski održiv. Ukoliko se poštuje zakonska zabrana formalizacije implicitnih garancija, uz kredibilnu monetarnu i odgovornu fiskalnu politiku, finansijska kriza većih razmera, izazvana stranim kreditima, nije realna.

LITERATURA

1. Brzoza-Brzezina, M. (2005), *Lending booms in the new member states – Will Euro adoption matter?* ECB, WP No 543/November 2005.

⁴¹ Egert i dr. (2006)

2. Coricelli, F., Mucci, F. i Revoltella, D. (2006), *Household Credit in the New Europe: Lending Boom or Sustainable Growth*, University of Siena.
3. Demekas, D. (2007), *Are European Emerging Markets Different? 2Stability and Security2*, No. 12, Austrian National Bank.
4. EBRD, *Transition report 2007*, November 2007
5. ECB, *EU Banking sector stability*, November 2007
6. Egert, B., Backe, P., i Zumer, T, (2006) *Credit growth in Central and Eastern Europe – New (over)shooting stars?* ECB, WP No 687/October 2006
7. Ferraris, L. I Minetti, R., (2007) „*Foreign Lenders the Real Sector*“, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, No. 4 (June 2007), ss. 946-964.
8. IMF, *Republic of Serbia: Selected Issues*, IMF Country Report No.08/55, February 2008
9. NBS, *Ekonomski pregled*, Jul 2006.
10. NBS, *Izveštaj o inflaciji*, Avgust 2008.
11. OECD, *Corporate net lending: a review of recent trends*, ECO/WKP (2007)43, December 2007
12. Pattillo, C., Poirson, H. I Ricci, L. (2002), *External Debt and Growth*, IMF WP/02/69
13. Park, Y. i Wyplosz, C. (2007), *Exchange Rate Arrangements in Asia: Do They Matter?* HEI WP, No 04
14. Sirtaine, S., Skamnelos, I., *Credit Growth in Emerging Europe*, The World Bank, WPS 4281
15. Sorsa, P., Bakker, B., Duenwald, C., Maechler, A. i Tiffin, A. (2007), *Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe – How Much Cause for Concern?* IMF WP/07/236
16. Weill, L., *Is there a Gap in Bank Efficiency between CEE and Western European Countries?*, „Comparative Economic Studies“, No 49
17. The World Bank (2007), *Doing Business 2008 Serbia*
18. The World Bank (2008), *Firms` Access to Finance: Entry, Growth, and productivity (chapter two)* u „Finance for All? – Policies and Pitfalls in Expanding Access“
19. The World Bank (2008a), *GLOBAL DEVELOPMENT FINANCE – The role the international banking*
20. Zakon o deviznom poslovanju, *Službeni glasnik RS*, br. 62/06.

Rad primljen: 11.03. 2008.

UDK: 347.725.04(497.11)

JEL: G-34

Stručni rad

GOTOVINA I AKCIJE KAO ALTERNATIVNI OBLICI FINANSIRANJA PREUZIMANJA PREDUZEĆA

CASH AND EQUITY AS ALTERNATIVE TAKEOVER FINANCING MEDIUMS

Dr Ksenija DENČIĆ-MIHAJLOV
Ekonomski fakultet, Niš

Rezime:

Prilikom strukturiranja ponude za preuzimanje akcija potrebno je precizno odrediti vid isplate akcionara ciljne firme. U uslovima simetričnih informacija, nepostojanja transakcionih troškova i poreza, vid plaćanja je irelevantan za tok akvizicione strategije. Pomenuti uslovi su međjutim nerealni, pa sistem oporezivanja i specifične karakteristike tržišta utiču na to da u konkretnim uslovima samo jedan oblik finansiranja - gotovina ili akcijski kapital, vodi većoj vrednosti za akcionare. Nakon analize karakteristika i determinanti dva najzastupljenija načina finansiranja, u radu su obrađeni problemi oporezivanja, informacione asimetrije i smanjenja vrednosti integrisanog preduzeća u postakvizicionom periodu.

U posljednjem delu rada dat je kritički osvrt na praksu finansiranja preuzimanja preduzeća u Republici Srbiji.

Ključne reči: PREUZIMANJE PREDUZEĆA, PONUDA ZA PREUZIMANJE, AKCIJE, GOTOVINA, OPOREZIVANJE, ASIMETRIČNE INFORMACIJE, EFEKAT „RAZBLAŽIVANJA“.

Summary:

The structuring of the takeover bid involves a precise definition of the financing medium. In the conditions of symmetric information, non-existence of transaction costs and taxes, the means of takeover financing is irrelevant for the acquisition strategy realization. Above mentioned conditions are unreal, and thus, tax system and specific characteristic of the market determines in the concrete case, the validity of just one financing medium - cash or equity. Having analyzed the characteristics and determinants of two most common means of takeover financing, the authors explore, information asymmetry, dilution effect and tax issues - problems that takeover financing decision stipulates. In the last section of the paper the author gives a critical view of the takeover financing practice in the Republic of Serbia.

Key words: TAKEOVER, TAKEOVER BID, EQUITY, CASH, TAX, ASSY-METRIC INFORMATION, DILLUTION EFFECT.

UVOD

Prilikom strukturiranja ponude za preuzimanje akcija potrebno je jasno odrediti vid isplate akcionara ciljne firme. U uslovima simetričnih informacija, nepostojanja transakcionih troškova i poreza, vid plaćanja je irelevantan za tok akvizicione strategije. Pomenuti uslovi su, međutim, nereal-

ni, pa vid plaćanja (gotovina VS obične akcije) za koji se odlučilo preduzeće-sticatelj ima posledice na tok informacija u akvizicionom postupku i efikasnost strategije preuzimanja.

Trend kretanja cena akcija preduzeća-sticatelja i ciljnog preduzeća, ni-vo leveragea, saldo slobodne gotovi-

ne, poreski tretman, učešće menadžera i institucionalnih investitora u vlasničkoj strukturi targeta, investicione mogućnosti – najvažnije su determinante vida finansiranja preuzimanja. Na izbor oblika finansiranja utiče i oblik preuzimanja (ponuda za preuzimanje, otkup akcija na otvorenom tržištu, borba putem zastupnika - *proxy fights*), kao i finansijska strategija preduzeća-sticatelja. Prilikom donošenja odluke o načinu finansiranja preuzimanja, menadžeri preduzeća-sticatelja treba da ispitaju posledice te odluke na strukturu kapitala, prosečnu cenu kapitala, kapacitet zaduživanja preduzeća i sl. Važan kriterijum preduzeća-sticatelja čijim se akcijama trguje javno pri izboru medijuma razmene, je uticaj oblika finansiranja na kretanje neto zarade po akciji (EPS). Kompanije čije se akcije dobro plasiraju na berzi i čiji je P/E ratio na visokom nivou, uspevaju da vrlo brzo nakon finansiranja preuzimanja emisijom akcija, poboljšaju nivo EPS racija.

Nakon ocene opravdanosti strategije preuzimanja i pronalaženja potencijalnog ciljnog preduzeća, na menadžmentu je da osmisli finansijski paket koji će privući akcionare ciljnog preduzeća i inicirati prodaju njihovih akcija. U isto vreme, takav finansijski paket treba da zaštiti interese vlasnika preduzeća-sticatelja. Drugim rečima, ponuđena cena i način isplate akcionara ciljne kompanije treba da budu

troškovno efikasni sa stanovišta sticatelja, ali u isto vreme prinorno atraktivni sa stanovišta vlasnika ciljnog preduzeća. Pored toga, izabrani oblik finansiranja ne sme da dovede do naglog skoka finansijskog leveragea, a s druge strane, treba da poveća (održi na postojećem nivou) neto dobit po akciji u kratkom vremenskom periodu nakon realizovane transakcije. U tom cilju, najčešće se predlaže finansijski paket koji sadrži tri oblika finansiranja - gotovinu do iznosa do kojeg ona može biti interno generisana, dugoročni dug (u formi kredita ili obveznica¹) do nivoa potpunog iskorišćenja kapaciteta zaduženosti preduzeća-sticatelja, i konačno emisiju običnih akcija u obimu koji ne dovodi do smanjenja neto dobiti po akciji.

1. FINANSIRANJE PREUZIMANJA PREDUZEĆA: GOTOVINA VS AKCIJSKI KAPITAL

1.1 Osnovne karakteristike

Gotovina, kao oblik finansiranja akvizicija, je do današnjih dana najčešće korišćena u praksi. Osnovna karakteristika transakcija finansiranih gotovinom je da se razmenom

¹ Opširnije o finansiranju preuzimanja emisijom obveznica videti kod: Denčić-Mihajlov K. [2003]

novca za akcije ciljnog preduzeća jednostavno realizuje transfer vlasništva, pri čemu su uloge uključenih strana jasne - akcionari preduzeća-sticatelja preuzimaju čitav rizik da očekivana sinergija ne bude realizovana u postakvizicionom periodu. Kao izvore gotovine za finansiranje eksternog rasta preduzeće-sticatelj može iskoristiti:

- interno generisan novčani neto priliv;
- emisiju prava neposredno pre obelodanjivanja ponude o preuzimanju;
- bankarski kredit, i
- tzv. *vendors placing i vendors rights*, tj. plasmane i prava prodavca².

²Kod *vendors placing* aranžmana, sticatelj emituje obične akcije u zamenu za akcije ciljnog preduzeća i u isto vreme sklapa ugovor sa trgovačkom bankom, ili nekim drugim finansijskim posrednikom, o plasiranju tih akcija na tržište (što znači da akcije nakon transakcije preuzimanja mogu biti široko dispergovane). Kao rezultat ovakve transakcije, akcionari ciljnog preduzeća dobijaju u zamenu za svoje akcije gotovinu. Da bi se izbegla neželjena disperzija običnih akcija, *vendor right* aranžman podrazumeva prethodnu ponudu otkupa nove emisije običnih akcija postojećim akcionarima preduzeća-sticatelja putem prava preče kupovine.

Nezavisno od toga kako je generisana, gotovina je do sada najzastupljeniji oblik finansiranja akvizicija. Najočigledniji razlog je u specifičnosti tržišnih informacija, a ispoljava se u problemu informacione asimetrije. Postojanje neprijateljskih preuzimanja, kao i poseban poreski i računovodstveni tretman transakcija finansiranih gotovinom takodje može objasniti učestalost ovog oblika finansiranja³.

Značajna prednost gotovine kao medijuma finansiranja akvizicije ogleda se u tome što kontrola koju akcionari preduzeća-sticatelja poseduju nije umanjena, tj. njihovo procentulano učešće u vlasničkom kapitalu ostaje nepromenjeno. Po mišljenju Gloscha [1997] postoji velika verovatnoća da akvizicije finansirane gotovinom imaju pozitivne efekte na kretanje cena akcija preduzeća-sticatelja. Ekonomska analiza generalno ukazuje na dva motiva realizovanja akvizicija - eksploatacija sinergije između dva preduzeća i „disciplinovanje“ neefikasnog menadžmenta ciljnog preduzeća. Povećanje neto novčanog toka po osnovu „sinergetskih“ akvizicija zavisice od toga koliko su preduzeća sticatelj i prodavac uspeli da efikasno kombinuju fizičke operacije dva do tada nezavisna entiteta. Martin i McConnell [1991]

³ Opširnije kod: Carleton W., Guilkey D., Hariss R., Stewart J. [1983]

smatraju da iza uspešnih „disciplinarnih“ akvizicija ne stoji kombinovanje fizičkih operacija, već korigovanje strategija menadžera koje ne vode maksimiziranju vrednosti akcionara ciljnog preduzeća.

Pod ostalim jednakim uslovima, ukoliko je kombinovanje fizičkih operacija skupo, neto novčani tok biće veći u slučaju „disciplinarnih“ u odnosu na „sinergetska“ preuzimanja. Kako se „disciplinatorne“ akvizicije u najvećem broji slučajeva odnose na neprijateljske transakcije koje su najčešće finansirane isključivo gotovinom, sledi da ovaj oblik finansiranja vodi većem neto novčanom toku u odnosu na druge oblike finansiranja.

Emitovanje običnih akcija i njihova razmena za akcije ciljnog preduzeća je vid finansiranja preuzimanja preduzeća čija je atraktivnost, istorijski posmatrano, znatno varirala⁴. Jed-

na od najznačajnijih prednosti finansiranja preuzimanja preduzeća razmenom akcija odnosi se na nizak iznos inicijalnog troška ove transakcije (troškovi štampanja i distribucije običnih akcija).

Iako gledajući dugoročno, kupac ima obavezu plaćanja dividendi novopridošlim običnim akcionarima (što čini ovaj vid finansiranja najskupljom formom nabavke kapitala), sama činjenica da je inicijalni trošak nizak, često je presudna pri izboru ovog vida finansiranja.

Sa stanovišta akcionara ciljnog preduzeća, finansiranje preuzimanja akcijskim kapitalom ima dve značajne prednosti. Prva se odnosi na odloženu poresku obavezu. Kapitalni dobitak koji ostvaruju akcionari zamenu akcija za akcije, oporeziv je tek u trenutku prodaje običnih akcija koje su akcionari dobili u zamenu za vlasništvo nad ciljnim preduzećem. Druga važna prednost odnosi se na činjenicu da akcionari ciljne firme i u integrisanom preduzeću imaju status vlasnika, i po tom osnovu imaju sva prava kao i postojeći akcionari preduzeća-sticatelja.

Za razliku od transakcija finansiranih isplatom gotovine, rizik da se očekivana sinergija u postakvizicionom periodu neće materijalizovati, snose kako akcionari preduzeća-sticatelja, tako i akcionari ciljnog preduzeća shodno procentualnom učešću u vlasničkom kapitalu preduzeća ko-

⁴ Tokom četvrtog „merdžer talasa“, preko 50% svih transakcija spajanja i preuzimanja preduzeća bilo je finansirano vlasničkim kapitalom. Takođe, u trogodišnjem periodu pre kolapsa tržišta 1987. god., razmena akcija za akcije je dominantan vid finansiranja akvizicija, dok je sasvim razumljivo, učešće ovog vida finansiranja naglo opalo u periodu neposredno nakon 1987. god. Krajem poslednje decenije dvadesetog veka, akcijski kapital ponovo postaje vrlo atraktivan vid finansiranja.

je je nastavilo da posluje⁵. Iz ovog razloga je važno adekvatno strukturirati ponudu akcionarima ciljne firme. Kada se radi o razmeni akcija za akcije, ponuda može biti strukturirana na dva načina: preduzeće-sticatelj se može odlučiti za emitovanje fiksnog broja običnih akcija ili za emitovanje akcija fiksne vrednosti. Prilikom emitovanja fiksnog broja običnih akcija preduzeća-sticatelja, vrednost transakcije može fluktuirati između vrednosti koja je ponuđena vlasnicima ciljnog preduzeća (na dan obelodanjivanja namere o preuzimanju) i vrednosti akcija preduzeća-sticatelja na dan zaključivanja ugovora (*closing date*). Kretanja cena akcija preduzeća sticatelja između ta dva datuma uticaće na vrednost koju poseduju obe grupe akcionara, ali će proporcionalno učešće u vlasništvu integrisanog preduzeća biti konstantno. Osnovna karakteristika ovakvog načina finansiranja je „osetljivost“ akcionara ciljnog preduzeća na eventualni pad cena akcija sticatelja nakon obelodanjivanja akvizicije.

Kod transakcija drugog tipa, broj akcija koji dobijaju vlasnici ciljnog preduzeća nije unapred utvrđen, već

⁵ Ovaj rizik se može smanjiti primenom *earnout* metoda plaćanja, tj. sklapanjem ugovora o odloženom plaćanju akcionara ciljnog preduzeća. O *earnout* metodu plaćanja opširnije kod: Denčić-Mihajlov K. [2006].

se zna tek na dan potpisivanja ugovora i zavisi od kotiranja akcija sticatelja tog dana. Posledica ovako strukturirane transakcije je neizvesno proporcionalno učešće akcionara u kapitalu integrisanog preduzeća u postakvizicionom periodu. U transakcijama sa fiksnom vrednošću akcija, kompanija sticatelj snosi ukupan rizik promene cene njenih akcija u periodu između dva događaja – obelodanjivanja namere o preuzimanju i zaključivanja transakcije. Ukoliko dođe do pada tržišne vrednosti akcija u tom periodu, firma kupac mora da izda dodatne akcije da bi nadoknadila unapred utvrđen fikсни iznos. Njeni akcionari će morati u tom slučaju da se „pomire“ sa manjim učešćem u vlasničkom kapitalu, što ima za posledicu i manje učešće pri doobi sinergetskih efekata koje akvizicija nosi.

Zaštita od negativnih posledica koje nose pojedini oblici finansiranja podrazumeva detaljnu analizu:

- realnosti tržišne cene akcija preduzeća-sticatelja u trenutku obelodanjivanja akvizicije;
- rizika realizacije očekivane sinergije, i
- rizika pada cene akcija sticatelja u periodu između dva pomenuta događaja.

Jedan od načina na koji akcionari oba preduzeća mogu biti zaštićeni od rizika nepovoljnog kretanja cena akcija preduzeća-sticatelja u periodu iz-

među obelodanjivanja preuzimanja i trenutka zaključenja transakcije je sklapanje tzv. *collar* ugovora. Shodno ovom ugovoru, ukoliko cena akcija sticatelja ide iznad ili ispod unapred utvrđenog nivoa, dolazi do korekcije racia razmene. Na taj način ugovor štiti akcionare preduzeća-sticatelja u slučaju neočekivanog rasta cene akcija, odnosno akcionare ciljnog preduzeća u slučaju naglog pada cene akcija kupca između dva pomenuta događaja. Ugovorom se, dakle, tolerišu manje promene tržišne cene akcija kupca, a postojanje ugovora naročito je korisno u slučaju kada su cene akcija jednog ili oba preduzeća podložne velikim fluktuacijama.

1.2 Determinante izbora medijuma finansiranja

Motiv za veliki broj teorijskih istraživanja problematike finansiranja akvizicija dali su upravo rezultati empirijskih istraživanja, koji pokazuju da su prinosi ostvareni strategi-

jom preuzimanja niži u slučaju emisije akcija u poredjenju sa isplatom gotovine kao vidom izmirenja obaveza prema vlasnicima ciljnog preduzeća⁶. Kao odgovor na obelodanjivanje ponude za preuzimanje, empirijska istraživanja kretanja cena akcija preduzeća-sticatelja i ciljnog preduzeća nedvosmisleno ukazuju da cene akcija oba preduzeća pozitivnije reaguju na transakcije finansirane gotovinom⁷. Finansiranje preuzimanja gotovinom povezano je i sa boljim performansama preduzeća-sticatelja u postakvizicionom periodu⁸. Linn i Switzer [2001] na uzorku od 413 poslovnih kombinacija u periodu 1967-1987. godine, ukazuju da je promena poslovnih performansi kao rezultat akvizicija finansiranih akciskim kapitalom mnogo manja u poredjenju sa promenom koju uzrokuju transakcije finansirane isplatom gotovine. Ova tvrdnja važi za sve kombinacije, dakle bez obzira na to da li se radi o realizaciji merdžera ili ponuda za preuzimanje, niskom ili vi-

⁶ Teorijska istraživanja problema izbora oblika finansiranja preuzimanja nalazimo u radovima: Hansena [1987], Fishmana [1989], Eckbo-a et al. [1990], Berkovitcha i Narayanana [1990]. Empirijskim istraživanjima istog problema bave se sledeći autori: Travlos [1987], Wansley et al. [1983], Franks et al. [1988], Asquith et al. [1987], Amihud et al. [1990], Servaes [1991], Martin [1996], Linn i Switzer [2001].

⁷ Opširnije kod: Asquith et al. [1987], Travlos [1987], Huang i Walking [1987], Eckbo et al. [1990], Amihud et al. [1990]), Peterson i Peterson [1990].

⁸ Kretanje poslovnih performansi povezanih sa realizacijim strategija preuzimanja finansiranih na dva napred navedena načina istraživali su: Healy et al. [1992], Cornett i Tehradiana [1992], Jarell-a [1990], Clark i Ofeka [1994], Linn i Switzer [2001].

sokom iznosu transakcije, nivou *leveragea* preduzeća-sticatelja ili pak povezanosti između poslovnih procesa dva preduzeća. Empirijsko istraživanje Linn i Switzer je praktično potvrdilo teoriju Fishmana [1988] i Berkovitcha i Narayanana [1990] o većoj verovatnoći korišćenja gotovine kao medijuma isplate akcionara ciljne firme u slučajevima kada sticatelj poseduje određene privatne informacije o potencijalnoj sinergiji koja se može ostvariti akvizicijom.

Dva najzastupljenija oblika finansiranja akvizicija moguće je komparirati i sa stanovišta veličine ciljnog preduzeća i preduzeća-sticatelja, kao i njihovih investicionih mogućnosti. Analiza Martina [1996] pokazuje da su investicione mogućnosti obe firme uključene u akvizicioni proces značajna determinanta metoda plaćanja.

Veće investicione mogućnosti, vode većoj verovatnoći da će preuzimanje biti finansirano akcijskim kapitalom. Što se tiče veličine preduzeća, samo veličina ciljnog preduzeća ima uticaja na izbor medijuma razmene u transakciji preuzimanja. Ukoliko je ciljno preduzeće približno iste veličine kao i sticatelj, razmena akcija za akcije je verovatniji oblik finansiranja. Ovakvo rezonovanje počiva na tvrdnji da problem asimetričnih informacija raste sa veličinom ciljnog preduzeća.

Učešće menadžera u vlasništvu nad preduzećem-sticateljem je takođe jedna od determinanti oblika finansiranja preuzimanja. Po mišljenju Stulza [1988] vlasničko učešće menadžera je u negativnoj korelaciji sa verovatnoćom da akvizicija bude finansirana razmenom akcija za akcije. Menadžeri su averzivni prema činjenici da će emisija dodatnih akcija smanjiti njihovu dotadašnju kontrolu nad preduzećem-sticateljem.

Martin [1996] potvrđuje ovu međuzavisnost, mada ne uočava pravu linearnu zavisnost između vlasničke strukture i oblika finansiranja preuzimanja. On zapaža da će pri vrlo niskom, kao i pri vrlo visokom učešću u vlasničkom kapitalu preduzeća-sticatelja, menadžeri biti indiferentni prema obliku finansiranja, dok gorenavedena linearna zavisnost važi samo pri osrednjem procentualnom učešću menadžera u vlasničkom kapitalu.

Institucionalni akcionari su aktivni investitori⁹. Oni poseduju akcije koje povezuju interese akcionara i menadžera (oni mogu npr. ublažiti dejstvo odbrane od neželjenog preuzimanja, uticati na uslove ponude ciljnog preduzeću i sl.). Kako empi-

⁹ Opširnije o ulozi institucionalnih investitora u korporativnom upravljanju videti kod: Jarrell i Poulsen [1987], Brickley et al. [1988], McConnell i Servaes [1990], Martin [1996], Byrd et al. [1998], Duggal i Millar [1999].

rijska istraživanja ukazuju da akvizicije finansirane vlasničkim kapitalom generalno utiču na smanjenje vrednosti akcionara preduzeća-sticatelja, verovatnoća da će preuzimanje biti finansirano na taj način manja je što je veće učešće institucionalnih investitora u vlasničkom kapitalu firme sticatelja.

Oblik preuzimanja (merdžer VS ponuda za preuzimanje) takođe je determinanta vida finansiranja akvizicija. Kako Kohers et al. [2007] ističu, izbor oblika preuzimanja zavisi kako od karakteristika preduzeća sticatelja, tako i od vlasničke strukture i drugih faktora korporativnog upravljanja, perioda kada se preuzimanje vrši, pravca preuzimanja (horizontalne, vertikalne ili konglomeratske akvizicije) i dr. Sticanje vlasništva plasiranjem ponude za preuzimanje uglavnom je finansirano gotovinom (razlozi regulatorne prirode, prisustvo konkurencije), dok su merdžeri najčešće finansirani razmenom akcija. Oblik preuzimanja ima uticaja na vid finansiranja i zbog prisutnog (ili potencijalog) otpora menadžera ciljnog preduzeća. U ponudama za preuzimanje, ponuda se upućuje direktno akcionarima ciljne firme, dok tipičan merdžer podrazumeva pregovore sa menadžmentom ciljnog preduzeća. Gotovina može, stoga, biti korišćena kao sredstvo kojim se sprečava otpor menadžera prilikom realizacije

merdžera. Međutim, ove efekte je teško pratiti i meriti jer pregovori između menadžment timova dva preduzeća najčešće nisu objavljeni u javnosti.

Morellec i Zhdanov [2008] ukazuju na međuzavisnost finansijske strategije preduzeća-sticatelja, tajmiranja akvizicije i izbora načina isplate akcionara ciljnog preduzeća. Finansijska strategija i struktura kapitala uslovljavaju izbor medijuma finansiranja i determinišu ishod akvizicionog nadmetanja u slučaju postojanja konkurentskih ponuda za preuzimanje. Prema Myersovoj teoriji redosleda finansiranja novih investicionih projekata (*pecking order teorija*)¹⁰, pri donošenju dugoročnih investicionih odluka menadžeri koriste sledeću hijerarhiju: interno finansiranje, dugoročno zaduživanje, eksterno finansiranje emitovanjem običnih akcija. Ako ovoj teoriji dodamo i Jensenov stav da postojanje slobodnog *cash flowa* motiviše preduzeća da se okreću eksternom rastu, onda možemo zaključiti da su postojanje viškova gotovine ili visokih priliva gotovine, kao i već dostignut stepen optimalnog zaduživanja, faktori koji idu u prilog finansiranju preuzimanja preduzeća gotovinom. Sama sposobnost preduzeća-sticatelja da isplati akcionare ciljnog preduzeća u gotovom može da se kontro-

¹⁰ Opširnije kod: Myers S. [1984].

liše praćenjem tri varijable: neto novčanog toka, odnosom između nivoa slobodne gotovine i vrednosti ciljnog preduzeća i odnosom između finansijskog leverage-a preduzeća-sticatelja i prosečnog racia zaduženosti konkretne grane¹¹.

Oblik finansiranja preuzimanja detreminisan je i fazom životnog ciklusa sektora i nivoom ukupne ekonomske aktivnosti. Choe, Masulus i Nanda [1993] smatraju da porast globalne ekonomske aktivnosti u određenom periodu utiče na povećanje učešća akcijskog kapitala u izvorima finansiranja akvizicija zato što se preduzeća tokom perioda prosperiteta suočavaju sa nižim troškovima pogrešne selekcije (*adverse selection*) i atraktivnim investicionim alternativama. Nasuprot tome, u periodu *bear* tržišta koji karakteriše investicioni pesimizam, veća je verovatnoća da preuzimanje bude finansirano isplatom gotovine.

Prema Schlieferu i Vishnyu [2003], izbor vida finansiranja preuzimanja preduzeća zavisi od:

- agregatnih kretanja u privredi (privrednoj grani);
- disperzije vrednosti koju potencijalna preduzeća-sticatelji dodeljuju ciljnom preduzeću;
- prinodne snage ciljnog preduzeća i sticatelja u periodu pre obelodanjivanja namere o preuzimanju;
- realnosti tržišne cene sticatelja;

- vrste akvizicije (horizontalna, vertikalna, konglomeratska)

Kao što je napred naglašeno, savršeno tržište kapitala sa simetričnim informacijama i odsustvom mehanizma oporezivanja, karakterisala bi indiferencija akcionara prema obliku finansiranja preuzimanja: cene akcija bi pod tim uslovima odražavale samo promene u fundamentalnim vrednostima indukovane strategijom preuzimanja. Međutim, sistem oporezivanja i specifične karakteristike tržišta utiču na to da pod određenim uslovima samo jedan oblik finansiranja - gotovina ili akcijski kapital, vodi većoj vrednosti za akcionare. Stoga će u daljem tekstu biti analizirane teorije izbora medijuma finansiranja, tj. obrađeni problemi koji se tiču oporezivanja, agencijske i informacione teorije, kao i kretanja neto dobiti po akciji u postakvizicionom periodu.

PROBLEM INFORMACIONE ASIMETRIJE PRI IZBORU OBLIKA FINANSIRANJA

Ukoliko menadžeri ciljnog preduzeća poseduju privatne informacije o vrednosti akvizicije, tada će se preduzeće-sticatelj suočiti sa rizikom precešnjivanja ili rizikom nuđenja suviše niske cene i odbijanja ponude od strane ciljnog preduzeća. Emisija akcija kao vid plaćanja akcionara ciljnog preduzeća, povezuje uslove plaćanja sa vrednošću transakcije, minimizirajući

¹¹ Opširnije kod: Martin K. [1996].

neželjene efekte koje nosi nepovoljna selekcija¹². Pri analizi medijuma razmene mora se početi od dvostrane informacione asimetrije. Sticatelj, ali i ciljno preduzeće, poseduju privatne informacije o sopstvenoj vrednosti i vrednosti drugog preduzeća. Uspeh strategije preuzimanja zavisi od visine iznosa ponudjenog akcionarima ciljne firme i vida plaćanja.

U teorijskim i empirijskim analizama Myersa i Majlufa [1984], Hansena [1987] i Fishman-a [1989], emisija akcijskog kapitala kao vid plaćanja ima prednost jer inicira menadžment ciljnog preduzeća da donese efikasnu odluku o prihvatanju (odbacivanju) ponuđenog akvizicionog predloga. S druge strane, korišćenje gotovine signalizira visoko vrednovanje ciljne kompanije od strane preduzeća-sticatelja. Stoga ona ima prednosti prilikom korišćenja prava preče kupovine (*preemptive bidding*) i odbijanju konkurencije. Ukoliko informacija o kvalitetu poslovanja preduzeća uključenih u integracione procese bude evidentna nakon obelodanjivanja ponude za preuzimanje, doći će do re-evaluacije odluka s obe strane, a menadžeri će unapred odlučiti o mediju-

mu razmene. Napred pomenuti autori analiziraju tri oblika uticaja asimetričnih informacija na medijum razmene:

- Ukoliko preduzeće-sticatelj poseduje privatne informacije o vrednosti akcijskog kapitala, odlučiće se za finansiranje emitovanjem akcija u slučaju precenjivosti svojih akcija, tj. za ponudu u gotovom kada su akcije sticatelja potcunjene.
- Kako je ciljno preduzeće bolje informisano o sopstvenoj vrednosti i kako je ta informacija dostupna sticatelju najčešće nakon obelodanjivanja namere o preuzimanju, emisija akcija će sa stanovišta prodavca biti prihvatljivija uvek kada se smatra da su akcije ciljnog preduzeća potcunjene. Problem asimetričnih informacija raste sa veličinom ciljnog preduzeća. Stoga će preduzeća-sticatelji verovatnije koristiti zamenu akcija za akcije sa približavanjem veličina ciljnog preduzeća veličini preduzeća-sticatelja.
- Uvek kada je preduzeće-sticatelj informisano o visokoj vrednosti ciljnog preduzeća, ono će ponuditi da isplati akcionare ciljne firme u gotovom. Time postojeći akcionari zadržavaju pravo nad svim koristima visokovrednovane akvizicije i izbegavaju podelu sinergetskih koristi u postakvizici-

¹² Uticaj asimetričnih informacija na izbor medijuma razmene prilikom transakcija preuzimanja preduzeća analiziran je od strane Hansena [1987], Eckbo-a, Giammarina i Henkela [1990], Fishman-a [1989].

cionom periodu sa akcionarima ciljne firme. Obrnuto, kada je vrednovanje ciljnog preduzeća povezano sa određenom dozom neizvesnosti, emitovanjem akcija minimiziraju se problemi koje nosi pogrešna selekcija.

Myers i Majluf [1984] tvrde da uvek postoji otpor da se nove investicije finansiraju emisijom vlasničkih hartija od vrednosti. Kako preduzeća skoro uvek imaju alternativu pri finansiranju strategije preuzimanja (gotovina ili kredit), svaka nova emisija običnih akcija je obično precejena. Stoga je *pecking-order* teorija validna i u slučaju finansiranja investicija u sticanje vlasništva nad drugim preduzećem. Model Myersa i Majlufa ima dve osnovne implikacije na odluku o vidu finansiranja preuzimanja preduzeća. Prvo, emisija vlasničkog kapitala je nepoželjna u slučaju kada sticatelj ima informacije o superiornoj sopstvenoj vrednosti. Drugim rečima, asimetrija u informacijama o vrednosti sticatelja obeshrabruje razmenu akcija za akcije. Drugo, asimetrija informacija o vrednosti ciljnog preduzeća generalno odbija menadžere preduzeća-sticatelja od odluke o akviziciji. Ovakva dvostruka informaciona asimetrija imaće posledice na kretanje cena akcija preduzeća-sticatelja u sledećem pravcu: obelodanjivanje finansiranja akvizicije novom emisijom akcija vodiće padu cena akcija sticatelja, dok će isplata akcionara

ciljne firme u gotovom uticati na rast cena akcija sticatelja¹³.

Kombinacija gotovine i akcijskog kapitala dovodi do potpunog obelodanjivanja informacija o vrednosti akvizicione strategije. Ukoliko menadžeri ciljnog preduzeća poseduju značajne pregovaračke sposobnosti, ponuda preduzeća-sticatelja u akcijama može signalizirati nisko vrednovanje ciljne firme i usloviti prihvatanje niže cene, tj. nižeg koeficijenta razmene akcija. Fishman [1989] polazi od pretpostavke da je preduzeće-sticatelj u svojim finansijskim analizama došlo do zaključka o pozitivnoj neto sadašnjoj vrednosti i ocenilo strategiju preuzimanja preduzeća kao ekonomski opravdanu. Tada će ono plasirati ponudu akcionarima ciljne firme na koju će reagovati ostala potencijalna preduzeća-sticatelji plasiranjem konkurentne ponude. Visoka cena koja se nudi za akcije ciljnog preduzeća od strane inicijalnog sticatelja, koja se uz to plaća i gotovinom, smanjuje verovatnoću uspeha konkurentnih preduzeća-sticatelja i odbija konkurenciju.

3. UTICAJ OPOREZIVANJA NA VID PLAĆANJA AKCIONARA CILJNE FIRME

Prilikom finansiranja strategije preuzimanja emisijom akcija, vlasni-

¹³ Opširnije kod: Franks J., Harris R. [1989].

ci ciljnog preduzeća odlažu realizaciju kapitalnog dobitka do trenutka prodaje akcija i zato ovaj oblik finansiranja ne povlači trenutne poreske obaveze za akcionare. Nasuprot tome, u transakcijama finansiranim gotovinom, na kapitalni dobitak koji ostvare akcionari, odmah se zaračunava porez po važećoj poreskoj stopi. Gotovina kao oblik finansiranja je atraktivnija sa stanovišta preduzeća-sticatelja zbog toga što omogućava korigovanje knjigovodstvene vrednosti sredstava targeta na „fer“ tržišnu vrednost. To ima za posledicu veće izdatke po osnovu amortizacije i nižu osnovicu za oporezivanje u postakvizicionom periodu¹⁴. Da bi akcionari ciljnog preduzeća bili indeferentni prema gotovini i akcijama kao alternativnim oblicima finansiranja, isplata u gotovini mora da bude povezana sa određenim koristima pre oporezivanja (npr. sa većim iznosom premije).

Oporezivanje se javlja i kao faktor razrešnja *free rider* problema koji su uočili Grossman i Hart [1980]. Ako akcionari ciljnog preduzeća smatraju da će ponuda za preuzimanje akcija uspeti, neće pristati na prodaju svojih akcija po ceni nižoj od one koja se očekuje kao rezultat efikasnijeg menadžmenta. Ukoliko njima ne bude ponuđena ta cena, oni će

¹⁴ Opširnije o ovom problemu kod: Spasić D., Denčić-Mihajlov K. [2005]

ostati manjinski vlasnici u kombinovanoj firmi i koristiti poboljšanja koja su rezultat rada novog menadžmenta (*free ride*). Kada svi akcionari idu istom logikom, niko od njih neće prodati svoje akcije potencijalnom sticatelju i ponuda za preuzimanje neće uspeti. Ova tvrdnja važi pod uslovom da postoji mnogo akcionara sa malim procentualnim učešćem u vlasničkom kapitalu ciljnog preduzeća čije je ponašanje rukovođeno uverenjem da njihova individualna odluka neće uticati na uspeh tendera, tj. važi u uslovima postojanja tzv. atomističkih akcionara (*atomistic shareholders*). Dakle, *free rider* problem Grossmana i Harta odnosi se na paradoks da ponuda za preuzimanje može uspeti samo ukoliko čitav potencijalni profit ode u ruke akcionara ciljnog preduzeća. Dvostepena ponuda, čija je karakteristika viša kompenzacija akcionarima ciljnog preduzeća u prvom krugu kupoprodaje praćena nižom cenom po akciji u drugom krugu, tj. na drugom stepenu razmene,¹⁵ može rešiti *free rider* problem. Naime, kako je nakon osvaja-

¹⁵ Osnovna karakteristika dvostepene ponude je viša kompenzacija akcionara ciljnog preduzeća u prvom krugu kupoprodaje, koja je praćena nižom cenom po akciji targeta u drugom krugu, tj. na drugom stepenu razmene. Ponuda je tako strukturirana da bi se u određenom stepenu izvršio pritisak na akcionare ciljne firme.

nja kontrole nad ciljnom firmom u prvom krugu ponude, cena po akciji niža u drugom krugu ponude, svi akcionari ciljnog preduzeća ponašaće se racionalno i nezavisno, i svi će prihvatiti prvostepenu višu cenu. Ukoliko je medijum razmene u drugom krugu akcijski kapital, vlasnici ciljne firme nisu u obavezi da odmah plate porez na kapitalnu dobit, dok u slučaju finansiranja preuzimanja gotovinom, kapitalna dobit postaje predmet trenutnog oporezivanja. Iz tog razloga

Brown [1988] smatra da su one dvostepene ponude koje podrazumevaju emitovanje akcija u drugoj rundi ponude dizajnirane tako da motivišu akcionare čije su poreske obaveze niske da prihvate visoku, ali oporezivu ponudu u gotovini u prvom krugu ponude, i istovremeno utiču na one akcionare sa visokim poreskim opterećenjem da čekaju na drugi krug ponude u akcijskom kapitalu koja je oslobođena trenutnog oporezivanja. Pravilno strukturirana, ponuda za preuzimanje rezultira uspehom (osvaja-

Oni su suočeni sa rizikom da ukoliko ne ponude svoje akcije na vreme, mogu dobiti nižu cenu u drugom krugu ponude. Naime, ukoliko se ponudi dovoljan broj akcija u prvom krugu, i ukoliko je ponuda uspešna, akcionari koji nisu pristali na prodaju svog vlasničkog učešća u prvom krugu ostaju u „pat“ pozicije (frozen-out), i moraju kasnije pristati na nižu kompenzaciju.

njem kontrole nad ciljnim preduzećem) pri takvoj ceni u prvom krugu koja će motivisati dovoljan broj akcionara na razmenu, dok će ostatak akcionara čekati nižu, ali ponudu oslobođenu trenutnog oporezivanja. Kao rezultat dvostepene ponude, svaka poreska klasa dobija adekvatnu kompenzaciju koja generiše najveće efekte nakon oporezivanja. U isto vreme rešava se i problem minimiziranja ukupnog iznosa koji će kupac ponuditi akcionarima ciljne firme u zamenu za vlasništvo nad njihovim preduzećem.

Brown i Ryngaert [1991] analiziraju prednosti korišćenja akcija u strukturiranju ponude vlasnicima ciljnog preduzeća ukazujući na beneficije vezane za oporezivanje. Da bi jedno ulaganje u kupovinu drugog preduzeća bilo oslobođeno oporezivanja u USA, akcijski kapital mora da čini najmanje 50% ponude. Vlasnici ciljnog preduzeća mogu, u slučaju razmene akcija za akcije, odložiti realizaciju kapitalnog dobitka. Pri svim ostalim jednakim uslovima, oni će zahtevati višu cenu u transakcijama finansiranim gotovinom. Iako razmena akcija za akcije ima prednosti sa stanovišta oporezivanja, treba naglasiti da razmenjene akcije vlasnici ciljnog preduzeća vrednuju upoređujući konkretnu ponudu sa ponudom „prosečnog“ preduzeća-sticatelja. Shodno tome, grupa sastavljena od preduzeća koja poseduju privatne informacije o visokoj vrednosti ciljnog preduzeća izabraće gotovinu i

njome isplatiti akcionare ciljne firme uprkos prednostima koje nosi emisija akcija. Nasuprot tome, grupacija preduzeća-sticatelja čije privatne informacije upućuju na nisku vrednost targeta, iskoristiće prednosti neoporezivanja transakcije razmene akcija za akcije i isplatiti ciljne akcionare sa najmanje 50% akcija, izbegavajući na taj način isplatu više cene u gotovini.

Ako prethodne stavove sistemati- zujemo, možemo generalo reći da je

- premija viša u transakcijama finansiranim gotovinom,
- pri svim ostalim jednakim uslovi- ma, upotreba gotovine je obrnuto proporcionalna visini poreske stope na kapitalnu dobit akcionara ciljnog preduzeća, a upravo proporcionala potencijalu preduzeća-sticatelja da koriguje (poveća) knjigovodstvenu vrednost osnov- nih sredstava ciljnog preduzeća.

Ovde treba dodati još jedan aspekt politike finansiranja akvizicija gotovinom - to je poreski status akcionara preduzeća-sticatelja. Transakcije finansirane gotovinom mogu dovesti do ušteda u porezu koji akcionari plaćaju na dobit. Kada su personalne poreske stope na prihod po osnovu dividende više od poreske stope na kapitalnu dobit koju plaća korporacija, isplata u gotovini je efikasnija od emisije akcija pri finansiranju preuzimanja. Prema Kingu [1974] opravdano je finansirati akviziciju gotovinom sve do onog trenutka kada se poreska

stopa na korporativnu dobit izjednači sa poreskom stopom na dobit akcionara po osnovu dividende.

4. EFEKAT „RAZBLAŽIVANJA“ (*DILUTION EFFECT*) I IZBOR MEDIJUMA FINANSIRANJA PREUZIMANJA

Efekat „razblaživanja“ (*dilution effect*), u užem smislu, odnosi se is- hod koji povećanje broja običnih ak- cija nakon nove emisije ima na vred- nost pojedinačnih akcija, neto dobit po akciji i glasačku moć akcionara. Šire shvatanje ovog efekta uključuje svaki događaj koji može smanjiti vrednost koju investitor poseduje u odnosu na inicijalno investiciono ula- ganje. Efekat „razblaživanja“ je inter- esantno analizirati, između ostalog, i u kontekstu izbora načina finansiranja preuzimanja preduzeća (Demam [2000], Goldman E., Qian J. [2006]).

Prema Hirshleiferu [1995] akcio- nar i ciljnog preduzeća koji je neutra- lan prema riziku, odlučiće se za pro- daju svojih akcija ukoliko je cena po- nudjena za svaku njegovu akciju (b) viša od očekivane vrednosti akcija u slučaju odbijanja ponude, tj.

*Pristati na razmenu ukoliko $b >$
Verovatnoća (Uspeh transakcijel
i zadržava akcije) v*

gde je v postakviziciona vrednost akcija. Akcionar ciljnog preduzeća će biti spremniji da proda svoje akcije ukoliko smatra da će postakviziciona vrednost integrisanog preduzeća v biti niska, i ukoliko veruje da njegova pojedinačna odluka da proda ili zadrži svoje akcije neće imati uticaja na verovatnoću uspeha preuzimanja. Menadžeri preduzeća-sticatelja, s druge strane, smatraju da je planirana strategija preuzimanja opravdana jer se njome može povećati vrednost ciljnog preduzeća u postakvizicionom periodu. Ukoliko oni ponude cenu b , pri čemu je $q < b < v$ (gde je q tekuća tržišna vrednost akcija targe-ta), i potrebno im je više od 50% akcija da steknu kontrolu nad ciljnim preduzećem, paradoks se ogleda u tome što će njihova ponuda biti prihvaćena od strane akcionara ciljne firme samo ukoliko je $b = v$ (pri čemu čitav iznos potencijalnog profita odlazi u ruke vlasnika ciljnog preduzeća). Rešenje ovog paradoksa je u potencijalnoj realizaciji *dilution* efekta u postakvizicionom periodu. Ovaj efekat moguće je realizovati isplatom visokih plata ili emitovanjem novih akcija menadžerima i postojećim akcionarima sticateljske firme, prodajom sredstava ili outputa targe-ta drugoj kompaniji koja je takođe u vlasništvu akcionara sticatelja i sl. U uslovima savršenih informacija, akcionari ciljne firme će prihvatiti ponudenu vrednost samo ukoliko je ona

veća od „razblažene“ postakvizicione vrednosti preduzeća.

Intenzitet *dilution* efekta zavisi od oblika finansiranja akvizicije. Ukoliko je npr. preuzimanje finansirano dugoročnim dugom, redukovani *cash flow* u postakvizicionom periodu smanjuje diskreciju preduzeća-sticatelja u slučaju uspeha akvizicije, pa stoga smanjuje i koristi potencijalnog „razblaživanja“. Koristi koje se ostvaruju *dilution* efektom su u slučaju finansiranja akvizicija gotovinom logično mnogo veće.

Prisustvo asimetričnih informacija takođe može objasniti zavisnost *dilution* efekta od oblika finansiranja akvizicije. Preduzeće-sticatelj obično ima bolje informacije o postakvizicionoj vrednosti ciljnog preduzeća (v), pa se na izbor između gotovine ili akcijskog kapitala može gledati kao na signal o privatnim informacijama koje poseduje sticatelj o vrednosti v . Kako je gotovina indikator visokog vrednovanja ciljne firme od strane sticatelja, kupac mora učiniti dodatni *dilution* napor da bi učinilo svoju investiciju prvo mogućom, a zatim i opravdanom

5. FINANSIRANJE PREUZIMANJA PREDUZEĆA U REPUBLICI SRBIJI

Preuzimanje 25% i većeg učešća u akcijskom kapitalu je jedan od vidova preuzimanja kontrole nad preduzećem čiji je intenzitet i atraktivnost u Repu-

blici Srbiji naročito došla do izražaja tokom proteklih pet godina. Važeći Zakon o privrednim društvima¹⁶, Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata¹⁷, kao i Zakon o preuzimanju akcionarskih društava¹⁸ i odgovarajuća podzakonska akta, regulišu oblast kombinovanja i transfera vlasništva nad preduzećem na način koji se u velikoj meri podudara sa odredbama uporedivog zakonodavstva zemalja sa razvijenim tržištem korporativne kontrole.

U slučaju sticanja vlasništva nad preduzećem putem ponude za preuzimanja akcija, preduzeće ponuđač je dužno da u ponudi jasno istakne cenu po akciji koju se obavezuje da plati akcionarima ciljnog preduzeća, rok i način plaćanja, kao i izvore i načine obezbeđivanja sredstava za kupovinu akcija. Na osnovu Zakona o preuzimanju, naknada za plaćanje akcija na koje se odnosi ponuda za preuzimanje može biti ponuđena u novcu ili u hartijama od vrednosti koje su predviđene Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Zakon o preuzimanju predviđa i mogućnost kombinovane ponude novčanih sredstava i hartija od vrednosti akcionarima ciljnog preduzeća. U tom slučaju, proporcionalni odnos novčanih sredstava i hartija od vred-

nosti ponuđač može slobodno da strukturira.

Preduzeće sticatelj je u obavezi da uz ponudu za preuzimanje koju dostavlja Komisiji za hartije od vrednosti priloži i dokaz o uplati novčanih sredstava odnosno polaganju hartija od vrednosti na poseban račun kod Centralnog registra¹⁹ koje su potrebne za isplatu vlasnika ciljnog preduzeća. Ukoliko se kao izvor gotovine za isplatu akcionara koristi kredit, sticatelj je u obavezi da Komisiji za hartije od vrednosti dostavi bankarsku garanciju ili ugovor o kreditu.

Predmet nadoknade akcionarima ciljnog preduzeća mogu biti samo one hartije od vrednosti kojima se kontinuirano trguje na organizovanom tržištu. U cilju formiranja fer ponude i zaštite interesa vlasnika ciljnog preduzeća, Zakon predviđa da u slučaju finansiranja akvizicije hartijama od vrednosti, vrednost prosečnog dnevnog obima trgovanja u poslednjih šest meseci prelazi 5% od ukupne vrednosti akcija ciljnog društva iz ponude za preuzimanje. Cena akcija i dužničkih hartija od vrednosti kojima se kompenziju vlasnici ciljnog preduzeća računa se na osnovu tržišne cene koju su ovi vrednosni papiri imali prethodnog radnog dana u odnosu na dan obelodanjivanja namere o preuzimanju.

¹⁶ „Službeni glasnik RS“ br. 125/2004

¹⁷ „Službeni glasnik RS“ br. 47/2006

¹⁸ „Službeni glasnik RS“ br. 46/2006

¹⁹ Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti Republike Srbije

Analiza podataka o uspešno realizovanim ponudama za preuzimanje akcija preduzeća u Srbiji²⁰ ukazuje da su predmet preuzimanja bile uglavnom akcije kvalitetnih preduzeća sa visokim potencijalom rasta prinosa na akcije i kompetentnim i efikasnim menadžment timovima. To su uglavnom preduzeća privatizovana na osnovu Zakona o privatizaciji iz 1997. godine. Navedene činjenice su u suprotnosti sa hipotezom po kojoj su ciljna preduzeća neefikasne kompanije, a akvizicije se javljaju kao disciplinatorne mere, tj. preuzimaju se s ciljem zamene neefikasnog menadžmenta ciljne kompanije (*Entrenched management hypothesis*).

Isključiv medijum finansiranja akvizicione aktivnosti je gotovina. Postoji nekoliko razloga koji mogu objasniti ovakav izbor preduzeća-sticatelja. Finansiranje preuzimanja gotovinom je u vezi s visokim vrednovanjem ciljnih preduzeća od strane sticatelja i čestim preuzimanjem u uslovima postojanja konkurentskih ponuda za preuzimanje. Upotreba gotovine signalizira visoko vrednovanje ciljnih srpskih kompanija od strane sticatelja i posedovanje privatnih informacija o potencijalnoj siner-

giji koja se može ostvariti preuzimanjem. Uzimajući u obzir činjenicu da je najveći broj preuzimanja horizontalnog tipa, velika je verovatnoća realizacije sinergetskih efekata po osnovu povećanog tržišnog učešća, ekonomije obima, boljeg pristupa tržištu kapitala i sl. Sigurni sticatelji se odlučuju za finansiranje preuzimanja isplatom gotovine, čime onemogućavaju akcionarima ciljnog preduzeća učešće u deobi budućih sinergetskih koristi. Gotovina u ovakvim situacijama ima prednosti prilikom odbijanja potencijalne ili stvarne konkurencije.

Preferiranje gotovine u odnosu na akcije može se objasniti i činjenicom da je najveći broj preuzimanja realizovan plasiranjem ponude za preuzimanje akcija, tj. da je broj merdžera u ukupnom broju i vrednosti preuzimanja zanemarljiv. Prema prof. Živkoviću [2004], finansiranje preuzimanja preduzeća gotovinom povezano je i s visokom ponudom akcija i postojanjem eksternih manjinskih akcionara niskog socijalnog i ekonomskog statusa. Ova kategorija akcionara brzo prihvata uslove iz ponude za preuzimanje zbog gotovog novca koji im se nudi.

ZAKLJUČAK

Finansijski paket koji se nudi vladnicima ciljnog preduzeća u postupku preuzimanja treba da bude troškovno efikasan sa stanovišta sticatelja, ali u

²⁰ Podaci o uspešno realizovanim javnim ponudama prikupljeni su sa site-a Komisije za hartije od vrednosti: <http://www.crhov.co.yu/preuzimanje/preuzimanje>

isto vreme prinosno atraktivan sa stanovišta vlasnika ciljnog preduzeća. Na koji način će sticatelj definisati cenu i način isplate akcionara ciljne kompanije zavisi od mnogobrojnih faktora. Trend kretanja cena akcija preduzećasticatelja i ciljnog preduzeća, struktura kapitala i finansijska strategija, saldo slobodne gotovine, učešće menadžera i institucionalnih investitora u vlasničkoj strukturi, investicione mogućnosti, prisustvo konkurentskih ponuda za preuzimanje – najvažnije su determinante izbora oblika finansiranja preuzimanja preduzeća.

Pri analizi medijuma razmene polazi se od dvostrane informacione asimetrije. Sticatelj, ali i ciljno preduzeće, poseduju privatne informacije o sopstvenoj vrednosti i vrednosti drugog preduzeća. Problem asimetričnih informacija raste s veličinom ciljnog preduzeća. Stoga će preduzeća-sticatelji verovatnije koristiti zamenu akcija za akcije s približavanjem veličina ciljnog preduzeća veličini preduzeća-sticatelja. Visoko vrednovanje ciljnog preduzeća od strane sticatelja, rezultira ponudom gotovine akcionarima ciljne firme. Emitovanjem akcija, s druge strane, minimiziraju se problemi koje nosi pogrešna selekcija. Asimetričnost informacija takođe objašnjava međuzavisnost *dilution* efekta i oblika finansiranja akvizicije. Kako je gotovina indikator visokog vrednovanja ciljne firme od strane sticatelja, kupac mora učiniti dodatni *dilution* napor da bi učinilo svoju

investiciju prvo mogućom, a zatim i opravdanom.

Dva najzastupljenija načina finansiranja akvizicije nemaju iste posledice na oporezivanje akcionara ciljnog preduzeća. Da bi akcionari ciljnog preduzeća bili indiferentni prema gotovini i akcijama kao alternativnim oblicima finansiranja, isplata u gotovini mora da bude povezana s dodatnom koristima pre oporezivanja (npr. s većim iznosom premije).

Iako Zakon o preuzimanju akcionarskih društava predviđa da nadoknada akcionarima ciljnog preduzeća u ponudi za preuzimanje može biti u novcu ili u hartijama od vrednosti, isključiv medijum finansiranja akvizicione aktivnosti u Republici Srbiji u proteklom petogodišnjem periodu je gotovina. Ova pojava može se objasniti visokim vrednovanjem ciljnih preduzeća od strane sticatelja, čestim preuzimanjem u uslovima postojanja konkurentskih ponuda za preuzimanje, realizacijom ponuda za preuzimanje kao dominantnim vidom preuzimanja, ali i činjenicom da postoji visoka ponuda akcija često od strane eksternih manjinskih akcionara niskog socijalnog i ekonomskog statusa.

LITERATURA:

- [1] Begg P.F.C. [1991], *Corporate acquisitions and mergers (A practical guide to the legal, financial and administrative im-*

- plications), Graham & Trotman, Boston
- [2] Berkovitch E., Narayanan P. [1990] „Competition and the medium of exchange in takeovers“, *Review of Financial Studies* 3, p.153– 174
- [3] Brown D. [1988] „The Construction of Tender Offers: Capital Gains Taxes and the Free Rider problem“, *The Journal of Business*, Vol. 61, Issue 2
- [4] Brown D., Ryngaert M. [1991] „The mode of acquisition in tender offers: Taxes and asymmetric information“, *Journal of Finance* 46 (2)
- [5] Carleton W., Guilkey D., Hariss R., Stewart J. [1983] „An Empirical Analysis of the Role of the Medium of Exchange in Mergers“, *The Journal of Finance*, Vol. 38, Issue 3
- [6] Choe H., Masulis R., Nanda V. [1993], „Common Stock Offerings Across the Business Cycle“, *Journal of Empirical Finance* 1, p. 3-31
- [7] Clark K., Ofek E. [1994] „Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation“, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, Issue 4, p. 541-565
- [8] Deman S. [2000] „The Real Estate Takeover: Application of Grossman and Hart theory“, *International Review of Financial Analysis*, Volume 9, Issue 2, p. 175-195
- [9] Denčić-Mihajlov K. [2003] „Finansiranje strategija eksternog rasta preduzeća emisijom obveznica“, *Računovodstvo* 11/12-2003, Savez računovodja i revizora Srbije, Beograd, str.127-134
- [10] Denčić-Mihajlov K. [2006] „Odloženo plaćanje pri realizaciji merdžera i akvizicija“, *Računovodstvo* 1-1/2006, Savez računovodja i revizora Srbije, Beograd, str. 65-72
- [11] Eckbo E., Giammarino M., Heinkel L. [1990] „Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers, theory and test“, *Review of Financial Studies* 3, p. 651– 675
- [12] Fishman M. [1988] „A Theory of Preemptive Takeover Bidding“, *The RAND Journal of Economics*, Vol.19, Issue 1
- [13] Franks J., Harris R. [1989] „Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-85“, *Journal of Financial Economics*, Audust, p. 225-250
- [14] Glosch A. [1997] „Accounting Based Performances of Acquiring Firms and Method of Payment used in

- Acquisitions“, Barch Colledge, Working paper
- [15] Goldman E., Qian J. [2006] „Optimal toeholds in takeover contest“, *Journal of Financial Economics*, Volume 77, Issue 2, p. 321-346
- [16] Grossman S.J., Hart O.D. [1980], „Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation“, *Bell Journal of Economics*, 11, p.42-64
- [17] Hansen R.G., [1987] „A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions“, *Journal of Business* 60, p.75–95
- [18] Hirshleifer D. [1995] „Mergers and Acquisitions: strategic and informational issues“, *Handbooks in OR & MS*, Vol. 9, p. 839-885
- [19] Jarrell G., Poulsen A. [1987] „Shark repellents and stock prices: the effects of antitakeover amendments since 1980“, *Journal of Financial Economics* 19(1)
- [20] King M. [1974], „Taxation and the cost of capital“, *Review of Economic Studies* 41
- [21] Kohers N., Kohers G., Kohers T. [2007] „Glamour, value, and the form of takeover“, *Journal of Economics and Business* 59, p. 74–87
- [22] Linn S., Switzer J. [2001] „Are cash acquisition associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions?“, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 25
- [23] Martin J. [1996] „The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership“, *Journal of Finance* 51, p.1227–1246
- [24] Martin K., McConnell J., [1991], „Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover“, *Journal of Finance* 46, p. 671-688
- [25] Morellec E., Zhdanov A. [2008] „Financing and takeovers“, *Journal of Financial Economics* 87 p. 556–581
- [26] Myers S. [1984] „The Capital Structure Puzzle“, *Journal of Finance*, Vol. 39, Issue 3
- [27] Myers S., Majluf N. [1984] „Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have“, *Journal of Financial Economics* 13
- [28] Petrović E., Denčić-Mihajlov K. [2007], *Poslovne finansije – dugoročni aspekt finansijskih ulaganja*, Ekonomski fakultet, Niš

- [29] Schlingemann, F. [2004] „Financing decisions and bidder gains“, *Journal of Corporate Finance* 10, p. 683–701
- [30] Shleifer A., Vishny R. [2003], „Stock market driven acquisitions“, *Journal of Financial Economics* 70, p. 295–311
- [31] Spasić D., Denčić-Mihajlov K. [2005] „Oporezivanje kao faktor realizacije strategije spajanja (pripajanja) preduzeća“, *Zbornik radova sa IX kongresa „Finansijsko-računovodstvena profesija u reformi poreskog sistema“*, Banja Vrućica, Teslić, str. 189-198
- [32] Stulz R. [1988], „Managerial control of voiting rights: Financing policies and the market for corporate control“, *Journal of Financial Economics* 20
- [33] Travlos G. [1987] „Corporate takeover bids, method of payment, and bidding firm’s stock returns“, *Journal of Finance* 52, p.943–963,
- [34] Živković B. [2004] „Kvalitet korporativnog upravljanja i tržište korporativne kontrole u uslovima tranzicije“ *Zbornik radova sa III međunarodne konferencije Beogradske berze*, Beograd
- [35] „Službeni glasnik Republike Srbije“ br. 125/2004, 46/2006, 47/2006

Rad primljen: 07.09.2008.

UDK: 005.334:368

JEL: E-53

Stručni rad

**SEKJURITIZACIJA U FUNKCIJI
FINANSIRANJA I UPRAVLJANJA
RIZIKOM OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA**

***SECURITISATION IN THE ROLE OF INSURANCE
COMPANIES' FINANCING AND RISK
MANAGEMENT***

**Mr Vladimir NJEGOMIR
Q-Sphere, Beograd**

Rezime

Zahvaljujući pozitivnim efektima na razvoj finansijskog tržišta kao i razvoj poslovnih aktivnosti inicijatora ovih transakcija - banaka, lizing kompanija, osiguravajućih društava i drugih institucija, sekjuritizacija je doživela ogroman rast u razvijenim zemljama. U Srbiji se sekjuritizacija još uvek ne primenjuje ali se, zbog pozitivnih efekata njene primene evidentnih u razvijenim ekonomijama, čine napori u cilju stvaranja preduslova za njeno uvođenje i razvoj, među kojima značajno mesto pripada izradi nacrta Zakona o sekjuritizaciji potraživanja od strane Narodne banke Srbije.

U dosadašnjoj primeni sekjuritizacije gotovinskih tokova pozicija aktive i pasive osiguravajućih i reosiguravajućih društava i njihovim transferom na tržište kapitala, dokazan je njen potencijal za unapređenje efikasnosti funkcionisanja tržišta i korišćenja kapitala u sektoru osiguranja i reosiguranja. Značaj njene primene je što omogućava direktno transferisanje rizika sa tržišta osiguranja na tržište kapitala, čime se, u postojećim uslovima ograničene raspoloživosti kapitala tržišta osiguranja i reosiguranja, značajno povećava kapacitet za prihvatanje rizika u osiguravajuće i reosiguravajuće pokriće kao i mogućnost finansiranja katastrofalnih i drugih štetnih događaja. Iako sekjuritizacija predstavlja alternativu tradicionalnom reosiguranju za osiguravače i tradicionalnim retrocesijama za reosiguravače, smatramo da neće potisnuti tradicionalne pristupe upravljanju rizikom u sektoru osiguranja već da će imati komplementarnu ulogu obezbeđenja dodatnog kapaciteta.

Ključne reči: RIZIK, SEKJURITIZACIJA, ŽIVOTNO OSIGURANJE, NEŽIVOTNO OSIGURANJE, REOSIGURANJE, SRBIJA

Summary

Due to positive effects on the financial market development as well as the development of business operations of transactions originators – banks, leasing companies, insurers and other institutions, securitisation has achieved dramatic growth in developed countries. Securitisation is still not in use in Serbia, but because of the positive effects of its implementation, that are evident in developed economies, a lot of efforts, among which the most important is the creation of the draft Law on Securitisation by National Bank of Serbia, have been devoted with the aim of its introduction and development

In spite of that fact, in the implementation of insurance and reinsurance companies' assets and liabilities cash flows securitisation and their transfer to the capital market, it is proved that securitisation has an enormous potential for the advancement in market efficiency and capital utilisation in the insurance industry. The particular importance of its implementation is making direct risk transfer from insurance to capital market possible, which is important as it provides insurers and reinsurers with increased available risk-bearing capacity as well as with the opportunity for easier catastrophes and other losses financing in conditions of limited availability of capital currently present on insurance and reinsurance market. Although the securitisation is alternative to

traditional reinsurance to insurers and to traditional retrocession to reinsurers, it will not be the substitute for traditional insurance risk management approaches but rather their complement with the function of providing additional capacity.

Keywords: RISK, SECURITISATION, LIFE INSURANCE, NON-LIFE INSURANCE, REINSURANCE, SERBIA

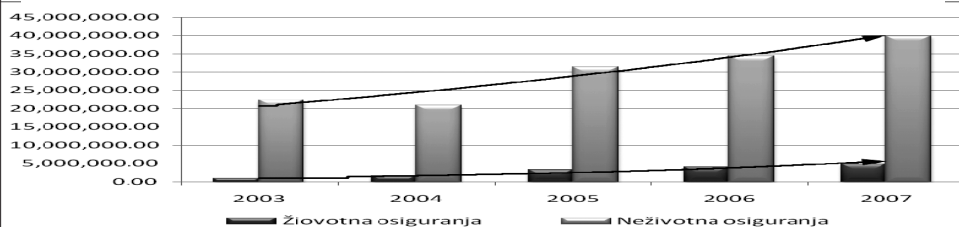
UVOD

Prvi pojavni oblici osiguranja pojavljuju se još u prvobitnoj ljudskoj zajednici u vidu nastojanja ljudi da zajednički snose rizike koji ugrožavaju njihove živote i imovinu. Na primer, poznata je praksa kineskih trgovaca koji su još pre 5.000 godina, prevozeći robu preko reke Jangce, imali običaj da je podele u više čamaca, deleći na taj način rizik od gubitka robe prilikom prevoza preko opasnih mesta.¹ Osiguranje kakvo danas poznajemo, međutim, nastaje zahvaljujući pojavi privatne svojine kao i napretka u primeni matematike i statistike, posebno Zakona velikih brojeva. U osnovi funkcionisanja modernog osiguranja jeste kreiranje homogenih zajednica rizika velikog broja osiguranika, odnosno grupisanja rizi-

ka jedne vrste osiguranja u grupe, čime se postiže njihovo izravnjanje na prihvatljivijem nivou nego što bi bio kod pojedinačnih osiguranika koji osiguravajućim društvima plaćaju premiju osiguranja kao cenu za preneti rizik. Tradicionalno, osiguravajuća društva preuzetim rizicima upravljaju na bazi formiranja rezervi a u uslovima ograničenosti sopstvenih kapaciteta za zadržavanje određenih rizika, u određenom procentu ili u celini, te rizike prenose na reosiguravajuća društva koja takođe viškove rizika iznad veličine sopstvenog kapaciteta prenose na druge reosiguravače postupkom retrocesije. Međutim, u novije vreme, posebno nakon uragana Andrew iz 1992. godine i drugih katastrofalnih šteta nastalih tokom devedesetih godina XX i početkom XXI veka, dolazi do ispoljavanja problema ograničenosti kapaciteta za prihvatanje rizika na tržištu reosiguranja i retrocesija što je uslovalo potrebu tražanja za novim rešenjima u oblasti

¹ Marović, Boris i Avdalović, Veselin: *Osiguranje i teorija rizika*, Centar za automatizaciju i mehatroniku, Novi Sad, 2006, str. 15

Grafikon 1: Kretanje premija osiguranja u Srbiji u periodu od 2003. do 2007. godine (u din.)

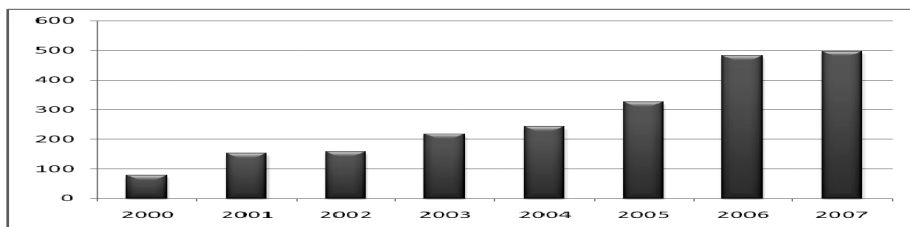


Izvor: Podaci o poslovanju društava za osiguranje za 2003, 2004, 2005, 2006. i 2007. godinu, NBS - http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/60/60_2/index.htm

transfera rizika osiguranja. Takođe, u uslovima ispoljenih konkurentskih pritisaka za kontinuiranim razvojem novih poslova osiguranja kao i pritisaka regulatornih organa u pogledu veličine rezervi osiguravajućih društava životnih osiguranja, javlja se potreba za rešenjima unapređenja efikasnosti upotrebe kao i bržeg oslobađanja „zarobljenog“ kapitala. Prateći trendove ispoljene u drugim sektorima, posebno bankarskom, gde se sekjuritizacija kao finansijsko sredstvo monetizacije potraživanja rapidno razvijala, obezbeđujući redukciju regulatornog kapitala, efikasno upravljanje rizikom i pristup novom i jeftinijem kapitalu, dolazi do uviđanja potrebe za njenom primenom i u sektoru osiguranja.

U Srbiji sekjuritizacija gotovinskih tokova pozicija aktive i pasive osiguravajućih društava nije razvijena kako zbog nepostojanja zakonskih uslova za razvoj sekjuritizacije uopšte tako i zbog nedovoljne razvijenosti tržišta osiguranja koje kao takvo nije ni iskazivalo potrebu za njenom primenom. Međutim, iako je učešće životnih osiguranja u ukupnoj premiji osiguranja u Srbiji još uvek nezadovoljavajuće (učešće premija životnih osiguranja u ukupnoj premiji u Srbiji u 2007. bilo je oko 11% dok je na svetskom nivou to učešće iznosilo 58.93%), trend porasta učešća ove vrste osiguranja u novije vreme posebno je značajan (vidi grafikon br. 1). Takođe, u 2007. u odnosu na 2006. godinu u Srbiji je zabeležen porast ukupne premije osiguranja za

Grafikon 2: Kretanje obima sekjuritizacije u Evropi u periodu od 2000. do 2007. godine (u milijardama evra)



Izvor: ESF Securitisation Data Report, European Securitisation Forum, London, 2008, str. 5

nešto više od 16% dok je na svetskom nivou zabeležen porast od 3.3%², što jasno ukazuje da se tržište osiguranja u Srbiji kreće u dobrom pravcu.

U fokusu istraživanja ovog rada je analiza mogućnosti primene sekjuritizacije za potrebe finansiranja i upravljanja rizikom u osiguravajućim i reosiguravajućim društvima kao i efekata koji se njenom primenom postižu. U cilju razumevanja problematike sekjuritizacije kao finansijske inovacije primenljive kako u realnom tako i finansijskom sektoru, u radu se prvo analiziraju njeni opštevažeći aspekti, kao što su tipična struktura transakcije, ekonomska opravdanost i vrste. Analiza se potom usmerava na

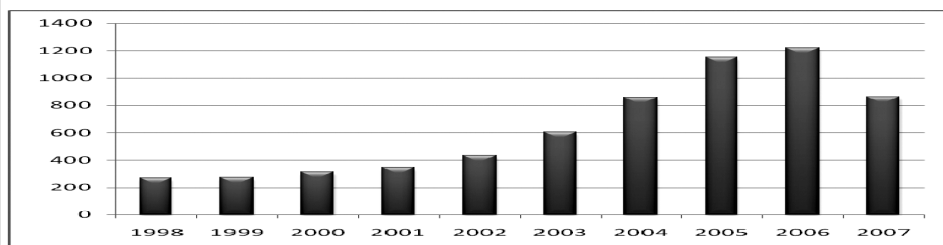
² Straib, Daniel and Bevere, Lucia: World insurance in 2007: emerging markets leading the way, Sigma No 3/2008, Swiss Reinsurance Company Ltd, Zurich, Switzerland, 2008

razmatranje primene sekjuritizacije u kontekstu finansiranja i upravljanja rizikom u osiguravajućim i reosiguravajućim društvima, njihovim direktnim povezivanjem sa tržištem kapitala, a zatim sledi analiza primene sekjuritizacije u domenu životnih i u domenu neživotnih osiguranja. Konkretno, posebna pažnja posvećena je razmatranju sadašnjeg stanja i perspektiva razvoja sekjuritizacije, kao mehanizma finansiranja i upravljanja rizikom osiguravača i reosiguravača, u svetu i u Srbiji.

1. SEKJURITIZACIJA - NAJZNAČAJNIJA FINANSIJSKA INOVACIJA XX VEKA

Sekjuritizacija se prvi put pojavljuje u SAD tokom ranih sedamdesetih godina dvadesetog veka a njen nastanak vezan je za monetizaciju grupe hipotekarnih zajmova. Naime, posle

Grafikon 3:
Kretanje obima sekjuritizacije u SAD u periodu
od 1998 do 2007 godine (u milijardama dolara)



Izvor: Weaver, Karen: US asset-backed securities market review and outlook, in Global Securitisation and Structured Finance 2008, Globe White Page Ltd., London, 2008, str. 18-21

II svetskog rata u SAD je postojala oskudica za kapitalom potrebnim za finansiranje stambene izgradnje i kupovine stanova, pa je federalna vlada kreirala sistem za podršku hipotekarnim kreditima a koje je kasnije, počela da pretvara u likvidne hartije od vrednosti i transferiše na tržište kapitala preko privatnih korporacija Fannie Mae i Freddie Mac³ za koje je nacionalna asocijacija hipoteka u vladinom vlasništvu (Government National Mortgage Association), poznatija pod imenom Ginnie Mae, davala garancije.

U Evropi je sekjuritizacija počela da se razvija tokom osamdesetih godi-

na, zahvaljujući eliminaciji pravnih barijera razvoju sekjuritizacije, ekonomskom oporavku, niskim kamatnim stopama i visokom tražnjom investitora. Došlo je do kontinuiranog rasta emisija hartija od vrednosti po osnovu sekjuritizacije pozicija imovine. Tokom 2007. godine, na primer,

³ Usled krize na hipotekarnom i finansijskom tržištu SAD-a a u cilju stabilizacije, kontrolu nad ovim korporacijama preuzela je federalna vlada SAD. Izvor: *Statement by the President*, The White House, 7 September, 2008, <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/09/20080907-4.html>

uprkos usporavanju trenda rasta sekjuritizacije zahvaljujući opadanju likvidnosti i ispoljenoj krizi u SAD koja se ispoljila globalno zahvaljujući rekordnim emisijama u prvoj polovini godine, došlo je do rasta ukupne vrednosti sekjuritizacija na 496.7 milijardi eura što predstavlja povećanje za 3.3% u odnosu na 2006. godinu. Osim razvoja sekjuritizacije u zemljama Zapadne Evrope sve je značajnije učešće i zemalja Istočne Evrope, posebno Rusije u kojoj je prva hartija od vrednosti po osnovu hipotekarnih kredita emitovana 2006. godine.

Za razliku od Evrope, u SAD je već tokom 2007. godine, nakon skoro desetogodišnjeg trenda rasta vrednosti sekjuritizacije, umanjena emisija za oko 29% u odnosu na 2006. godinu, (vidi grafikom br. 3). Emisija hartija od vrednosti po osnovu sekjuritizacije imovinskih pozicija u visini od 864 milijarde dolara u 2007. godini bila je najniža još od 2004. godine kada je ukupan obim iznosio 858 milijardi do-

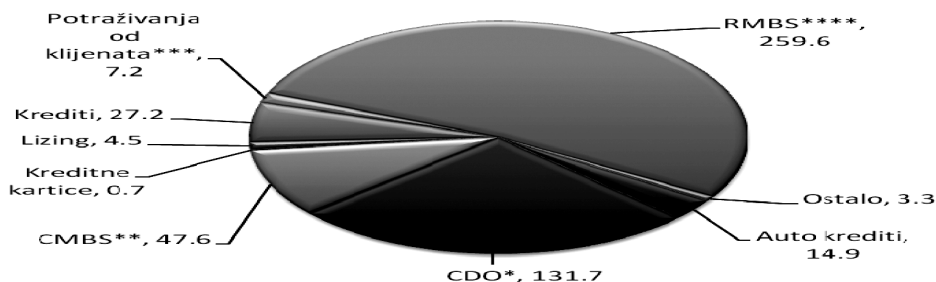
lara. Ovakvo stanje najviše je posledica osetnog pada u visini od oko 58% novih emisija hartija od vrednosti po osnovu hipotekarnih kredita a što je posledica krize na finansijskom tržištu SAD ispoljene baš zbog ovih i hartija od vrednosti emitovanih po osnovu subprime hipotekarnih kredita.⁴

Osim razvoja ukupne vrednosti transakcija sekjuritizacija, vremenom je došlo i do proširenja primene sekjuritizacije tako da, bilo koja vrsta gotovinskog toka generisana pozicijama aktive može biti osnova za sprovođenje procesa sekjuritizacije. Pri tome, određeni uslovi, ipak, moraju biti ispunjeni kao što su:⁵ sposobnost transferisanja pravnog vlasništva nad gotovinskim tokovima pozicija aktive inicijatora na drugo lice a u korist investitora u hartije od vrednosti emitovanih po osnovu tih gotovinskih tokova, pozicije aktive koje se koriste u sekjuritizaciji moraju generisati predvidive i stabilne gotovinske tokove i potrebno je da postoje određeni istorijski podaci o per-

⁴ Subprime hipotekarni krediti su daleko rizičniji od klasičnih hipotekarnih kredita jer su odobravani bez učešća, bez uvida u kreditnu sposobnost klijenta, čak i bez ikakve provere prihoda ali uz znatno više kamate i puno obezbeđenje hipotekom. Padom cena stanova na tržištu krajem 2006. godine kreditori su dovedeni u poziciju da ne mogu da nadoknade ni polovinu vrednosti duga eventualnom prodajom nepokretnosti. Na finansijskom tržištu, kriza je nastala usled emisije kolateralizovanih dužničkih obligacija (*collateralised debt obligations*) emitovanih na osnovu visoko rizičnih subprime hipotekarnih kredita.

⁵ Bahvarov, Alexander; Collins, Jenna and Davies, William: „Mechanics of Securitisation”, in Fabozzi, Frank J. and Choudhry (eds.) *The Handbook of European Structured Financial Products*, John Willey & Sons, Inc., New Jersey, 2004, p. 39

Grafikon br. 4: Sekjuritizacije u 2007. u Evropi prema vrsti aktive (u milijardama evra)



* CDO (Collateralised Debt Obligations) su kolateralizovane dužničke obaveze, odnosno hartije od vrednosti koje su obezbeđene zalogom različitih vrsta instrumenata duga kao što su korporativne obveznice, krediti dati korporacijama, tranše sekjuritizacije i sl.

** CMBS (Commercial mortgage-backed securities) su hartije od vrednosti emitovane po osnovu komercijalnih hipoteka čiji gotovinski tokovi služe kao obezbeđenje za ove hartije od vrednosti

*** Potraživanja od klijenata uključuju zdravstvo, osiguranje, komunalne usluge i druga potraživanja

**** RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities) su hartije od vrednosti emitovane po osnovu stambenih hipoteka čiji gotovinski tokovi služe kao obezbeđenje za ove hartije od vrednosti

Izvor: ESF Securitisation Data Report, European Securitisation Forum, London, 2008, str. 5

formansama konkretnih pozicija aktive jer su ti podaci potrebni rejting agencijama kako bi odredile njihov kreditni rizik. Na grafikonu br. 4 je predstavljeno učešće pojedinih sekjuritizovanih oblika aktive u ukup-

nim sekjuritizacijama u Evropi u 2007. godini.

Pre nego što ukažemo na tipičnu strukturu transakcije sekjuritizacije, prezentiraćemo različita definisanja ovog pojma i suštinu procesa sekjuritizacije.

tizacije. Prema Banksu, sekjuritizacija predstavlja proces uklanjanja imovine, obaveza ili gotovinskih tokova iz korporativnih bilansa stanja i njihovo prenošenje na treće strane putem utrživih hartija od vrednosti.⁶ Schwarcz povezuje sekjuritizaciju s pojmom alhemije, odnosno veštine pretvaranja raznih metala u zlato, koja zaista radi jer omogućava kompanijama da se parcijalno „dekonstruišu“ odvajajući određene pozicije aktive od rizika koji su povezani sa kompanijom kao celinom i korišćenjem ovih pozicija aktive za prikupljanje finansijskih sredstava sa tržišta kapitala.⁷ Culp određuje sekjuritizaciju kao proces u kome se imovina (ili grupa pozicija imovine) prodaje za gotovinu, pri čemu se ta gotovina obezbeđuje prodajom hartija od vrednosti čiji su gotovinski tokovi obezbeđeni glavnicom i kamatom iz izvorne imovine⁸ (imovine koja je sekjuritizovana). Kothari definiše sekjuritizaciju kao proces homogenizovanja i pakovanja finansijskih

instrumenta u nove utržive.⁹ Standard & Poor's definiše sekjuritizaciju kao emisiju hartija od vrednosti podržanih određenom imovinom.¹⁰

Suštinska uloga sekjuritizacije je finansiranje i transfer rizika. Omogućena monetizacijom nelikvidnih imovinskih pozicija, sekjuritizacija omogućava finansiranje, odnosno pristup kapitalu velikog broja investitora sa tržišta kapitala, po pravilu po nižoj ceni tog kapitala nego u slučaju prikupljanja kapitala tradicionalnim pristupima, kao što su emisija akcija ili obveznica, jer je u tom slučaju rizičnost hartija od vrednosti povezana sa rizičnošću čitavog poslovanja a ne samo rizičnošću određenih pozicija imovine koje su predmet sekjuritizacije. Takođe, sekjuritizacija omogućava investitorima¹¹ da svoja

⁶ Banks, Erik: *Catastrophic Risk: Analysis and Management*, John Willey & Sons Ltd, West Sussex, England, 2005, p. 111

⁷ Schwarcz, Steven L.: *The Alchemy of Asset Securitization*, Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol 1:133, Fall 1994, p.p. 133-154

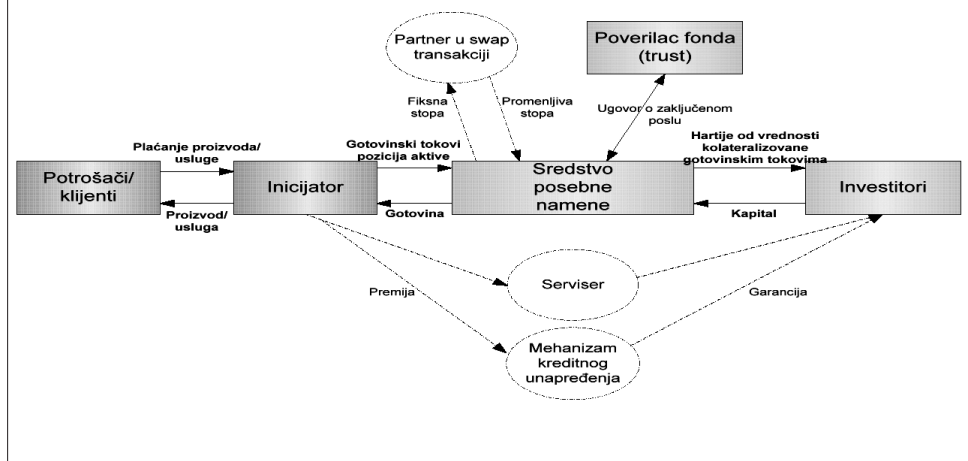
⁸ Culp, Christopher L.: *Structured Finance and Insurance*, John Willey & Sons, Inc, New Jersey, 2006, str. 341

⁹ Kothari, Vinod: *Securitisation Glossary* - <http://vinodkothari.com/glossary/Securit.htm>

¹⁰ *Structured Finance – Glossary of Securitization Terms*, Standard & Poor's, a Division of The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 2003, p. 26

¹¹ Tokom 2006. godine vodeći investitori u hartije od vrednosti emitovane procesom sekjuritizacije određenih pozicija imovine bile su banke (46%) a potom upravljači fondovima (22%), osiguravajuća društva i penzioni fondovi (16%), hedže fondovi (13%), pojedinačni investitori (2%) i korporacije (1%). – Izvor: Dzik, Livier: *European ABS at a Turning Point: 2007 Set to Be Decisive*, DBRS, March 2007, p. 17

Slika 1: Struktura tipične transakcije sekjuritizacije



sredstva plasiraju u raznovrsnije hartije od vrednosti, diverzifikujući na taj način svoje investicione portfelje, kao i mogućnost da investiraju u imovinu u koju na drugi način nisu mogli investirati zbog zakonskih ograničenja. Osim toga, postoje brojni indirektni efekti sekjuritizacije kako za ekonomiju u celini, jer sekjuritizacija doprinosi efikasnijem finansijskom sistemu i nižim troškovima kapitala.

Tipična transakcija sekjuritizacije imovine započinje tako što kompanija koja želi da monetizuje svoju aktivu (inicijator transakcije) vrši izbor imovine i nakon toga izabranu imovinu, najčešće grupu pozicija aktive, transferiše na sredstvo posebne namene¹², odnosno drugi entitet koji je pravno

nepovezan sa inicijatorom¹³, čime je omogućeno odvajanje kreditnog rizika inherentnog za pozicije imovine koje se transferišu i kreditnog rizika inicijatora, a koji je osnovan sa jedi-

¹² Sredstvo posebne namene je u nacrtu Zakona o sekjuritizaciji potraživanja definirano kao društvo za upravljanje fondom sekjuritizacije. – Izvor: *Nacrt zakona o sekjuritizaciji potraživanja*, Narodna banka Srbije – <http://www.nbs.rs/export/inter-net/latinica/20/nacrti.html>

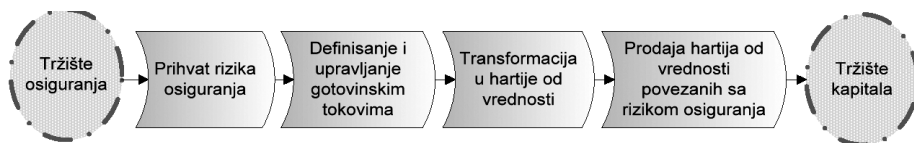
¹³ U ulozi inicijatora može se pojaviti bilo koja kompanija ili finansijska ili državna institucija kao što je na primer banka, osiguravajuće društvo, lizing kompanija, proizvođač, opština, hedž fond, zdravstvena ustanova i sl.

nom svrhom upravljanja aktivom koja je predmet sekjuritizacije. Na osnovu transferisane imovine, sredstvo posebne namene vrši emisiju hartija od vrednosti, najčešće obveznice koje su garantovane ovom imovinom, koje prodaje investitorima na tržištu kapitala. Zahvaljujući postojanju ovog posrednika u transakciji, sekjuritizacije su po pravilu izuzete od mogućnosti uticaja bankrotstva inicijatora jer aktiva prenešena na sredstvo posebne namene ne može biti predmetom potraživanja drugih poverilaca osim investitora u transakciji sekjuritizacije. Na slici 1 slikovito je predstavljena tipična struktura transakcije sekjuritizacije.

Kao što se može videti, osim ključna tri subjekta koji su uključeni u svakoj transakciji sekjuritizacije – inicijatora, posrednika i investitora, u transakcijama sekjuritizacije može se pojaviti i veći broj drugih učesnika ali koji nisu uključeni u svaku sekjuritizaciju već njihovo uključivanje zavisi od konkretnog posla. Od ostalih učesnika posebno su značajni: serviser (pravno lice, najčešće sam inicijator ili banka, koje na osnovu ugovora sa sredstvom posebne namene obavlja poslove naplate potraživanja), poverilac fonda (pravno ili fizičko lice koje na osnovu zaključenog posla sa sredstvom posebne namene može obavljati poslove izbora investitora kao i biti odgovoran za transferisanu imovinu a čija su potraživanja ogra-

ničena na imovinu fonda sekjuritizacije kojim upravlja sredstvo posebne namene), partner u swap transakciji (nekada je potrebno investitorima ponuditi promenljivu kamatnu stopu a ukoliko hartije od vrednosti nastale sekjuritizacijom imovine obezbeđuju fiksnu kamatnu stopu potrebno je uraditi transakciju zamene (swap) fiksne sa promenljivom kamatnom stopom) i sponzori (po pravilu investicione banke koje iniciraju i strukturiraju transakcije a čija savetodavna uloga ima poseban značaj u sekjuritizacijama rizika osiguranja, pri čemu postoje mišljenja da su upravo investicione banke i zaslužne za nagli razvoj emisija hartija od vrednosti povezanih sa osiguranjem). Takođe, iako su hartije od vrednosti emitovane na osnovu sekjuritizacije imovine obezbeđene tom imovinom, nekada je u cilju unapređenja zainteresovanosti investitora potrebno dodatno unaprediti njihov kvalitet mehanizmom kreditnog unapređenja koji obuhvata: interne mehanizme kreditnog unapređenja (na primer, emisija više tranši hartija od vrednosti pri čemu svaka tranša ima različit rizik iako je ukupan rizik emisije nepromenjen ili prekomerna kolateralizacija koja se javlja u slučaju kada je vrednost imovine veća od vrednosti emitovanih hartija od vrednosti) i eksterne mehanizme kreditnog unapređenja (na primer, osiguranje, garancije ili kreditna pisma).

Slika 2: Transformacioni proces rizika osiguranja u hartije od vrednosti



Izvor: prema Godfrey, David: Insurance and capital markets, Swiss Re Investors' Day 2007, London, 11 December 2007

2. SEKJURITIZACIJA KAO OSNOVA PROCESA KONVERGENCIJE TRŽIŠTA OSIGURANJA I TRŽIŠTA KAPITALA

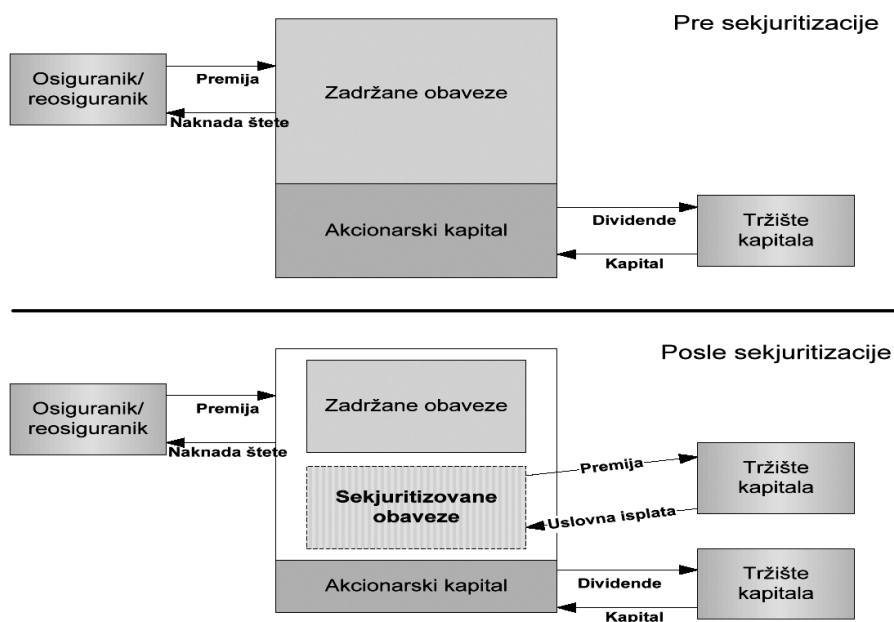
Najnoviji trend ispoljen na tržištu osiguranja početkom devedesetih godina dvadesetog veka jeste primena sekjuritizacije s ciljem: 1) monetizovanja nelikvidnih potraživanja i transfera kreditnog rizika (cilj identičan ciljevima ostalih sekjuritizacija), 2) finansiranja povećanih regulatornih zahteva u pogledu veličine rezervi i 3) transfera rizika osiguranja na tržište kapitala. Iako se sva tri cilja ostvaruju primenom relativno sličnih mehanizama strukturiranja transakcija sekjuritizacije primenljivih i u drugim oblastima, najveću inovaciju predstavlja mogućnost transferisanja rizika osiguranja, odnosno emitovanja hartija od vrednosti koje se odnose na rizik osiguranja u cilju transferisanja izloženosti riziku osiguranja i

kreiranja dodatnog kapaciteta¹⁴. U tipičnoj sekjuritizaciji rizika, hartije od vrednosti se emituju u cilju finansiranja ugovora o transferu rizika između izdavaoca i inicijatora.¹⁵ Povezivanje tržišta osiguranja sa tržištem kapitala koje se ostvaruje procesom sekjuritizacije rizika osiguranja prikazuje slika br. 1. Na slici je jasno prikazan transformacioni proces koji započinje prihvatom rizika od osiguranika na tržištu osiguranja a preko sekjuritizacije tog rizika u hartije od vrednosti završava prodajom hartija od vrednosti investitorima na tržištu kapitala koji postaju nosioci rizika osiguranja.

¹⁴ Banks, Erik: Alternative Risk Transfer, John Wiley & Sons Ltd, London, 2004, p. 117

¹⁵ Culp, Christopher L.: Structured Finance and Insurance, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, 2006, p. 487

Slika 3: Uticaj sekjuritizacije na bilans osiguravača i reosiguravača



Izvor: Modifikovano na osnovu Cummins, J. David: *Securitization of Life Insurance Assets and Liabilities*, Working Paper, The Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia, PA, 2004, Figure 3 i 5

Sekjuritizacija omogućava transferisanje pozicija aktive i pasive iz bilansa osiguravajućih i reosiguravajućih društava na tržište kapitala čime se inherentni rizici pozicija imovine i obaveza prenose na investitore, ali ne po osnovu učešća u vlasništvu osiguravača ili reosiguravača već po osnovu posedovanja hartija od vrednosti koje su povezane s određenim gotovinskim tokovima odvojenim od zbirnih po-

slovnih performansi osiguravača i reosiguravača. Konvergencija tradicionalnog i pristupa veće zastupljenosti čiste finansijske intermedijacije prikazana je Slikom br. 3, gde se jasno vidi da u slučaju primene sekjuritizacije postoji manja potreba osiguravača i reosiguravača za akcionarskim kapitalom, s obzirom da su zadržane obaveze u bilansu manje, a to rezultira većom efikasnošću u poslovanju.

Kada je reč o razvoju sekjuritizacije zbog ispunjavanja navedenog trećeg cilja – transfera rizika osiguranja na tržište kapitala, promene kao što su konsolidacija, deregulacija finansijske uslužne industrije, ulazak banaka u obavljanje netradicionalnih bankarskih poslova, ograničenost kapaciteta tržišta osiguranja i tržišta retrocesija, znatno povećanje vrednosti imovinskih dobara koje su izložene riziku kao i mogućnosti da se putem sekjuritizacije rizika osiguranja obezbede veći obim pokrića, doprineli su trendu konvergencije tržišta osiguranja i tržišta kapitala u smislu transfera rizika osiguranja na tržište kapitala.¹⁶ S druge strane, kontinuirano ispoljena potreba investitora za povećavanjem prinosa, oblika plasmana a time i mogućnosti diverzifikacije¹⁷ doveli su i do povećanja tražnje za hartijama od vrednosti povezanim sa osiguranjem.

3. SEKJURITIZACIJA U DOMENU ŽIVOTNIH OSIGURANJA

Sekjuritizacija kao mehanizam finansiranja monetizacijom budućih gotovinskih tokova po osnovu plaćanja premija osiguranja, počela je da se razvija od sredine osamdesetih godina dvadesetog veka kao odraz zahteva za efikasnijom upotrebom kapitala. Nai-

¹⁶ Paine, Chris: Reinsurance, Institute of Financial Services, Chartered Institute of Bankers, London, 2004, str. 17.

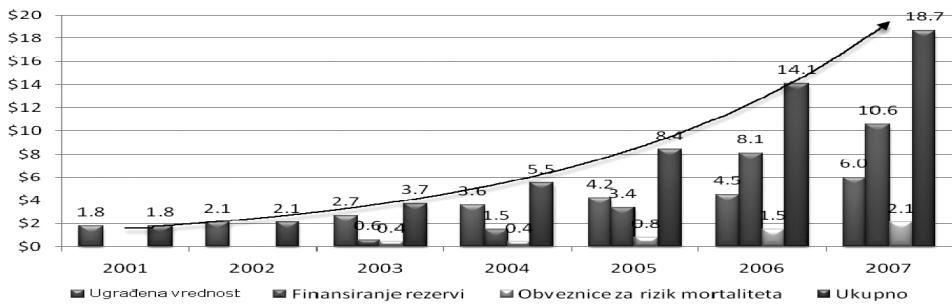
me, kompleksnost proizvoda životnih osiguranja i visoki troškovi povezani s njihovim nastajanjem uslovljavali su da bilansi stanja osiguravajućih društava životnih osiguranja budu najkomplikovaniji i sa najvišim nivoom leveridža u finansijskoj uslužnoj industriji te se sekjuritizacija prevashodno javlja kao odraz nastojanja osiguravajućih društava životnih osiguranja da poslovanje razvijaju na manje kapitalno intenzivan način nego što je to prethodno bio slučaj.¹⁸

Postoji više razloga zašto je sekjuritizacija opravdana, odnosno zašto je došlo do njenog razvoja u domenu životnih osiguranja. Naknada troškova zaključivanja ugovora o osiguranju

¹⁷ Na osnovu analize istorijskih podataka potvrđeno je da investicije u hartije od vrednosti povezane sa osiguranjem imaju tendenciju da produkuju veće prinose od recimo investicija u državne obveznice kao i da postoji odsustvo korelacije između rizika osiguranja, posebno rizika prirodnih katastrofa, sa finansijskim rizicima inherentnim drugim hartijama od vrednosti na tržištu kapitala. – Izvor: Briys, Eric and Varenne, Francois de: Insurance From Underwriting To Derivatives: Asset Liability Management in Insurance Companies, John Wiley & Sons, Ltd, West Sussex, England, 2001, p.32

¹⁸ Millette, Michael J., et al: „Securitisation of Life Insurance Business“, in Lane, Morton (ed) *Alternative Risk Strategies*, Risk Books, London, 2002, p. 395

Grafikon 5: Kumulativni iznosi emisija po osnovu sekjuritizacije u domenu životnih osiguranja za period 2001-2007. godina (u milijardama dolara)



Izvor: Symonds, Michael: Embedded Value Securitization, SIFMA Insurance & Risk-Linked Securities Conference March 19, 2008, slajd 4

života koja se putem premije osiguranja amortizuje praćena je regulatornim zahtevima za obezbeđenjem rezervi za novoizdate polise što dovodi do situacije u kojoj su istovremeno prisutna dva pritiska,. Potrebna su dodatna sredstva za dalje poslovanje a nivo potrebnog kapitala za udovoljavanje regulatornim zahtevima je umanjnjen, što je dovelo do razvoja sekjuritizacija ugrađene vrednosti. Takođe, sekjuritizacija omogućava osiguravajućim društvima životnih osiguranja da dođu do dodatnog kapitala po nižim troškovima usled uvećane transparentnosti kao i posledičnog većeg rejtinga a time niže kamatne stope koja se mora ponuditi investitorima ne-

go što bi to bilo u slučaju direktnog finansiranja emisijom akcija ili obveznica.

U domenu životnih osiguranja, pozicije aktive i pasive u bilansima stavnija osiguravajućih društava predstavljaju procene sadašnjih vrednosti gotovinskih tokova koji su inherentni za svaku pojedinačnu poziciju aktive ili pasive. Teorijski posmatrano, svaka ta pozicija može biti predmetom sekjuritizacije ukoliko ispunjava uslove koji su karakteristični za sekjuritizaciju uopšte, na šta je ukazano u prethodnim izlaganjima, ali su ipak samo neke pozicije u dosadašnjoj praksi sprovođenja sekjuritizacije i sekjuritizovane. Imajući u vidu raznovrsnost tran-

Slika 4: Prikaz strukture sekjuritizacije ugrađene vrednosti osiguravajuće grupacije životnih osiguranja AEGON



Izvor: Latimer, Peter and Rourke, Jonathan: Case Study of a Securitisation of Future Profits, The Actuarial Profession, slajd 6 - http://www.actuaries.org.uk/_data/assets/pdf_file/0016/127402/Latimer.pdf

sakcija ukazaćemo na tri najvažnije vrste sekjuritizacija čije su kumulativne emisije, uključujući samo javne ponude, za period od 2001. do 2007. godine prikazane Grafikonom 5.

U SAD su sekjuritizacije budućih gotovinskih tokova iz zatvorene grupe poslova životnih osiguranja nastale paralelno sa procesima konsolidacije, povećanih pritisaka na održavanje stopa prinosa na akcijski kapital i posebno kao rezultat procesa konverzije društava za uzajamno osiguranje u akcionarska osiguravajuća društva. Kao primarni razlozi ovih konverzija navode se:¹⁹ unapređenje sposobnosti prikupljanja novog kapitala, veće mogućno-

sti rasta akvizicijom novih kompanija ili diverzifikacijom, mogućnosti ponude opcija na akcije u cilju zadržavanja zaposlenih i obezbeđenje povoljnijeg poreskog tretmana. S druge strane, u Evropi je došlo do povećanih zahteva za proaktivnim upravljanjem u interesu akcionara čime je naglašen značaj realizacije ugrađene vrednosti, odnosno monetizacije budućih profita.²⁰ Sekjuritizacija ugrađene vrednosti osigu-

¹⁹ Rejda, George E.: *Principles of Risk Management and Insurance*, Pearson Education, 2005, p. 572

²⁰ Life & pensions, Incisive Financial Publishing Ltd., London, January 2008, p. 18

ravajućim i reosiguravajućim društvima životnih osiguranja daje mogućnost pristupa dodatnim oblicima regulatornog kapitala uz niže troškove pribavljanja kapitala u odnosu na alternativne forme kapitala, oslobađa kapital za ulaganje u nove poslovne aktivnosti unapređujući na taj način vrednost za akcionare, unapređuje likvidnost i kreditni rejting.

Jedna od sekjuritizacija, koju navodimo s obzirom na njenu inovativnost, pre svega, u domenu simplifikacije procesa a time i troškovne efikasnosti, kao i činjenice da je nagrađena prestižnom nagradom od časopisa *Life & Pensions* kao transakcija 2007. godine, je sekjuritizacija nastala kao rezultat bilateralnog sporazuma Barclays Capital i osiguravajuće grupacije AEGON. Grupacija je od tri raspoložive opcije za sekjuritizaciju zatvorenog bloka poslova osiguranja (Scottish Equitable plc, Guardian Assurance plc i Guardian NP) izabrala Guardian NP zbog njegove relativno male veličine, izolovanosti i homogenosti. Inovativna struktura transakcija, prikazana Slikom 4, obezbedila je AEGON-u realizaciju kapitala, odnosno budućih profita u vrednosti od 90 miliona funti.

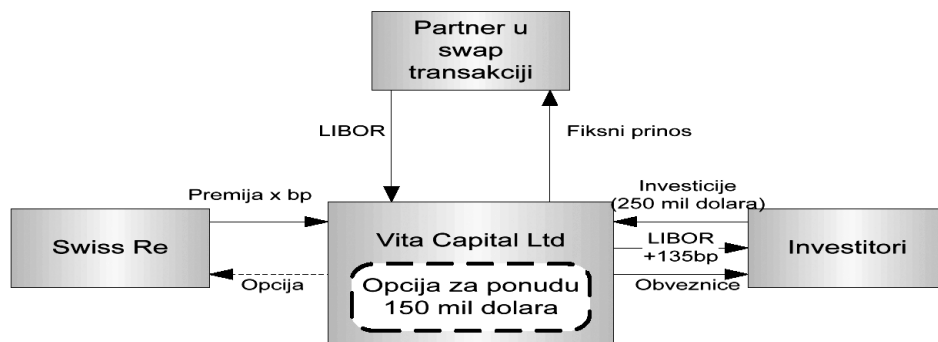
Za ovu transakciju karakteristično je da su glavnica i kamata plativi po osnovu regulatornog viška da nije postojao kreditni rejting, niti garancija niti kolateralizacija potraživanja. Pojednostavljenost je bila izražena i u domenu nepostojanja potrebe formiranja po-

sebne kompanije za sekjuritizaciju (sredstva posebne namene), nepostojanja dodatnih troškova u domenu zahteva informacione tehnologije, složenih pregovaranja sa organom supervizije (Financial Services Authority), nepostojanja potrebe za eksternim swapom što je sve dovelo do nižih troškova transakcije i minimalnog dodatnog rada u njenom sprovođenju.

U tipičnoj transakciji sekjuritizacije u cilju finansiranja rezervi, osiguravač ili reosiguravač cedira zatvoreni blok poslova osiguranja na sredstvo posebne namene transferišući sredstva jednaka veličini rezervi koje smatra da su ekonomski opravdana. Sredstvo posebne namene potom emituje izjave o dugu, uobičajeno obveznice, koje prodaje investitorima a čiji prihodi od prodaje će biti upotrebljeni u slučaju potrebe postojanja za dodatnim rezervama, odnosno ukoliko iskustvo u pogledu stope smrtnosti na sekjuritizovano bloku osiguranja bude drugačije od planiranog. Ovim transakcijama investitori preuzimaju rizik da će biti potrebne dodatne rezerve iznad onih koje je osigurač procenio da su ekonomski opravdane.²¹ Jedan od primera uspešnih sekjuritizacija ove vrste jeste sekjuritizacija reosiguravača životnih osiguranja iz

²¹ Pengelly, Mark: Reserves and reservations, Risk magazine, Incisive Financial Publishing, Ltd, London, November 2007, p. 50

Slika 5: Prikaz strukture sekjuritizacije rizika mortaliteta reosiguravajućeg društva Swiss Re



Izvor: Cummins, J. David: Securitization of Life Insurance Assets and Liabilities, Working Paper, The Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia, PA, 2004, Figure 12

SAD – Reinsurgrance Group of America, koji je 2006. godine. Ovaj reosiguravač uspešno je sproveo sekjuritizaciju dela suvišnih rezervi u visini od 850 miliona dolara, cedirajući rizike iz određenog bloka polisa osiguranja života zaključenih u periodu između 2000. i 2004. od strane 45 osiguravajućih društava životnih osiguranja na Timberlake Reinsurance Company II, sredstvo posebne namene sa sedištem u Južnoj Karolini. Timberlake Re je emitovala izjave od dugu i transferisala ih na Timerlake Financial, roditeljsku kompaniju, koja je potom emitovala obveznice u visini od 850 miliona dolara investitorima na tržištu kapitala.

Treći ključni tip sekjuritizacija u oblasti životnih osiguranja predstavlja sekjuritizaciju rizika mortaliteta, odnosno sekjuritizaciju kojom se rizik mortaliteta prenosi na investitore na tržištu kapitala. Ovom vrstom sekjuritizacije osiguravač se zaštićuje od nepovoljnog kretanja rizika mortaliteta – slučaj kada je stopa smrtnosti veća od planirane, odnosno u slučaju rentnog i penzionog osiguranja od nepovoljnog kretanja rizika dugovečnosti – slučaj da je prosečan ljudski vek osiguranika duži od projektovanog. Rešenje koje se primenjuje u ovom slučaju jesu obveznice emitovane po osnovu rizika mortaliteta (*mortality risk bonds*) koje obezbeđuju osiguravačima pokriće za

slučaj veće smrtnosti od očekivane. Aktivator, odnosno okidač koji može pokrenuti naknadu osiguravaču u ovom slučaju može biti baziran na iskustvu određenog osiguravača ili reosiguravača ili može biti baziran na indeksu mortaliteta. Prva transakcija koja je bila primenjena za sekjuritizaciju rizika mortaliteta bila je Swiss Reova transakcija sa Vita Capital u 2003. godini. Ova transakcija, čija je struktura prikazana Slikom br. 5, omogućila je Swiss Reu transfer rizika mortaliteta na tržište kapitala kao alternativu tradicionalnoj retrocesiji i pokriva u visini od 400 miliona dolara za ovaj rizik životnog osiguranja od institucionalnih investitora. Dospeće obveznica koje su od rejting agencije Standard & Poor's dobile rejting „A+“ a od rejting agencije Moody's Investor Service rejting „A3“ bio je januar 2007. godine. Investitori su isplaćivani kvartalno u dolarima na bazi tromesečnog LIBOR-a uvećanog za 135 bazičnih poena kao naknade za izloženost glavnice riziku mortaliteta.²²

²² Swiss Re: Swiss Re obtains USD 400 million of extreme mortality risk coverage - its first life securitisation - <http://www.swissre.com/pws/media%20centre/news/news%20releases%202003/swiss%20re%20obtains%20usd%20400%20million%20of%20extreme%20mortality%20risk%20coverage%20its%20first%20life%20securitisation.html>

Vita Capital, sredstvo posebne namene, emitovalo je obveznica povezanih s indeksom mortaliteta u visini od 250 miliona dolara uz zadržavanje opcije dodatne emisije u visini od 150 miliona dolara. Vita Capital je izvršila swap transakciju zamene fiksnih plaćanja premija od strane Swiss Rea za LIBOR. U zamenu za plaćanja premija Swiss Re je dobila pravo na opciju koja bi bila pokrenuta u smislu povlačenja potraživanja od Vita Capital u slučaju da kumulativni negativni ishod u mortalitetu prevaziđe 130% stvarnog broja umrlih u indeksnom pulu u 2002. godini, odnosno u slučaju da prevaziđe 150% investitori bi ostali i bez glavnice i bez kamate. Indeks smrtnosti koji je korišćen baziran je na smrtnosti populacije u nekoliko zemalja čije je učešće određeno u procentima uticaja na indeks (SAD – 75%, Velika Britanija – 15%, Francuska 7.5%, Švajcarska – 5% i Italija 2.5%). Zbog svoje jednostavnosti i transparentnosti, čime je eliminisan rizik moralnog hazarda za investitore, ove obveznice dobile su visok kreditni rejting i bez dodatnih garancija. Jedina negativna strana ovih obveznica bila je u činjenici prisustva baznog rizika za sponzora transakcije – Swiss Re s obzirom da su bile bazirane na indeksu a ne na stvarnom iskustvu Swiss Rea.

U januaru 2007. godine Swiss Re je trećom po redu transakcijom sekjuritizacije rizika mortaliteta na

tržište kapitala transferisao 705 miliona dolara ekstremnog rizika smrtnosti. Deo emisije obveznica sa utvrđenim rokovima dospeća od dve ili pet godina plasirane privatnom ponudom institucionalnim investitorima biće iskorišćen kao zamena za pokriće koje je bilo obezbeđeno prvom Vita emisijom čiji je rok dospeća bio januar 2007. godine. U transakciji sa Vita Capital III Ltd korišćen je kombinovani indeks smrtnosti za pet zemalja – SAD, Veliku Britaniju, Nemačku, Japan i Kanadu. Swiss Re će opciono dobiti naknadu od Vita Capital III ukoliko tokom bilo kog dvogodišnjeg perioda merenja u okviru trajanja perioda pokrića, kombinovani indeks mortaliteta prevaziđe prethodno određene procenete od nivoa smrtnosti bazne godine.²³

4. SEKJURITIZACIJA U DOMENU NEŽIVOTNOG OSIGURANJA

²³ Swiss Re: Swiss Re obtains USD 705 million of extreme mortality risk protection through its Vita Capital programme - <http://www.swissre.com/pws/media%20centre/news/news%20releases%202007/swiss%20re%20obtains%20usd%20705%20million%20of%20extreme%20mortality%20risk%20protection%20through%20its%20vita%20capital%20programme.html>

Tradicionalan pristup upravljanju rizikom neživotnih osiguravača bio je transfer ovog rizika iznad nivoa samopridržaja, odnosno raspoloživih kapaciteta za nošenje rizika pojedinih osiguravajućih društava, na tržište reosiguranja i retrocesija, odnosno reosiguravajuća društva koja su zbog karakteristika svog velikog obima poslovanja a time i raspoloživih kapaciteta kao i činjenice da je njihovo poslovanje po pravilu međunarodnog karaktera, u mogućnosti da obezbede bolju disperziju rizika. Međutim, katastrofalne štete izazvane serijom zemljotresa i uragana tokom osamdesetih i devedesetih godina postepeno su uticale na redukovanje profita i rezervi reosiguravajućih društava što se odrazilo na umanjenje njihovog kapaciteta za prihvatanje rizika osiguranja. Prve transakcije obveznicama za katastrofalne štete javljaju se posle uragana Andrew iz 1992. godine, koji je označio prekretnicu u pogledu očekivane veličine ostvarenja katastrofalnog događaja i uticaja na tržište osiguranja. Bile su to transakcije Hanover Rea iz 1994. godine i St Paul Rea iz 1996. godine.

Uprkos postojanju ovih ranih transakcija, do pravog početka funkcionisanja ovih instrumenata dolazi 1997. godine kada je ostvareno pet transakcija ovim obveznicama (Winterthur, SLF Re I, Residential Re, SR Earthquake Fund Ltd i Parametric Re) čija je ukupna vrednost

iznosila 633 miliona dolara. U početku njihove primene, obveznice za katastrofalne štete smatrane su privremenim instrumentima kojima se može transferisati katastrofalni rizik na tržište kapitala u uslovima visokih cena reosiguravajućeg pokrića. Naime, i sam njihov nastanak vezan je za ciklična kretanja koja su imanentna tržištu osiguranja i reosiguranja a koja su, zbog razlika u cenama obezbeđenja pokrića na tržištu reosiguranja i tržištu kapitala, doprinela razvoju ovih obveznica za prenos tzv. vrhova rizika reosiguravajućeg pokrića²⁴, uslovima visokih cena reosiguravajućeg a posebno retrocesionog pokrića. Međutim, iako su smatrane eksperimentalne i kao privremeno rešenje ove obveznice su doživele nagli razvoj i u uslovima tzv. mekog tržišta, odnosno faze ciklusa premija osiguranja u kojoj je došlo do njihovog pada a što karakteriše trenutno stanje na tržištu reosiguranja. Do ovog razvoja je došlo zbog činjenice da obveznice za katastrofalne štete

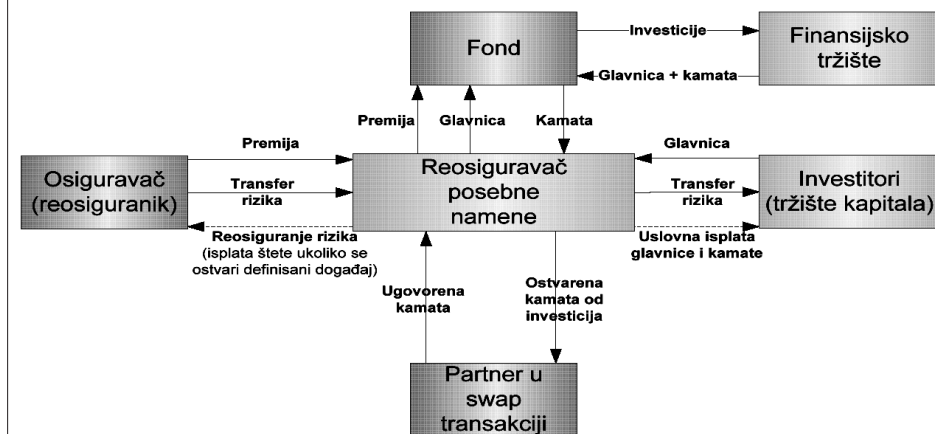
²⁴ Na primer, obezbeđenje reosiguravajućeg pokrića sekjuritizacijom za događaje čija je verovatnoća nastanka 1% ili manja, odnosno čija je mogućnost nastanka jednom u sto godina. – Izvor: Cummins, J. David: *CAT Bonds and Other Risk-Linked Securities: State of the Market and Recent Developments*, Working Paper Series, Temple University, Philadelphia, PA, November 19, 2007, p. 5

nude brojne koristi inicijatorima – osiguravajućim i reosiguravajućim društvima, investitorima kao i posrednicima. Ove obveznice investitorima omogućavaju ulaganja u hartije od vrednosti koje donose dobre prinose a čiji rizik nije povezan sa ostalim rizicima na tržištu kapitala dok posrednicima, najčešće investicionim bankama, ove transakcije donose dodatne prinose po osnovu novih poslova.

Tipična struktura transakcije, predstavljena Slikom br. 6, slična je tipičnoj strukturi sekjuritizacije uopšte. U slučaju sekjuritizacije obveznica za katastrofalne štete, inicijator transakcije može biti osiguravač, reosiguravač ili, vrlo retko, kompanija koja želi da svoju izloženost katastrofalnom rizicima prenese na tržište kapitala. Transakcija započinje inicijatorovim izborom rizika koje želi sekjuritizacijom da transferiše na tržište kapitala, slično kao i u postupku reosiguranja ili retrocesija, a potom sa sredstvom posebne namene, u slučaju sekjuritizacije katastrofalnih rizika nazvanim reosiguravač posebne namene²⁵, jer mu je jedina svrha obezbeđenje reosiguravajućeg ili retrocesionog pokrića, zaključuje ugovor o reosiguranju, koji ima slične karakteristike kao i ugo-

²⁵ Banks, Erik: *Alternative Risk Transfer*, John Wiley & Sons Ltd, London, 2004, p. 120

Slika 6: Tipična struktura sekjuritizacije katastrofalnih rizika

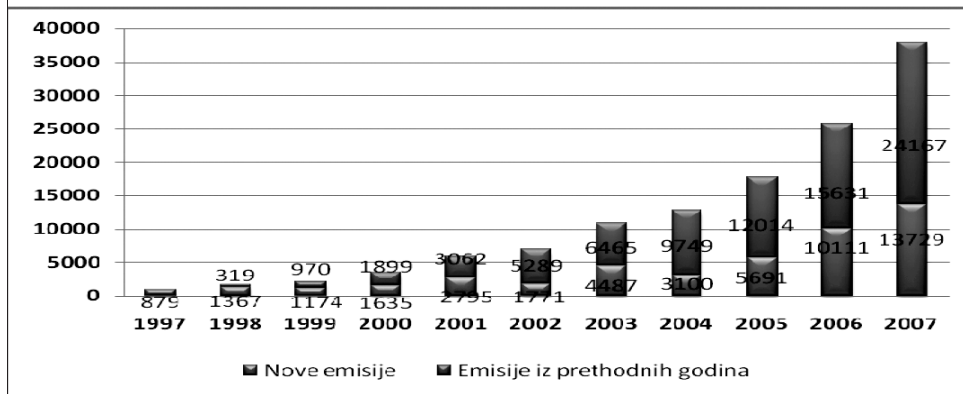


vor kojim se rizik tradicionalno prenosi na reosiguravajuća društva. Iako sredstvo posebne namene, kao posrednik u transakciji sekjuritizacije, može biti osnovano i kao osiguravajuće društvo, ono se najčešće osniva kao reosiguravajuće društvo koje je u potpunosti nezavisno od sponzora transakcije i čija sredstva ne mogu služiti za podmirivanje obaveza inicijatora transakcije u slučaju njegovog bankrotstva. Na osnovu zaključenog ugovora o reosiguranju sa inicijatorom, reosiguravač posebne namene sredstva premije, koja inicijator prenosi ugovorom na njega, predaje fondu koji ova sredstva ulaže u niskorizične hartije od vrednosti na finansijskom tržištu. Takođe, reosi-

guravač posebne namene na osnovu prenetih rizika emituje obveznice za katastrofalne štete koje prodaje investitorima na tržištu kapitala a ostvarene prihode od te prodaje takođe transferiše na fond koji ih zajedno sa sredstvima premije osiguranja investira na finansijskom tržištu. Sredstvima ovog fonda potpuno su obezbeđeni kako investitori, da će u slučaju neostvarenja katastrofalnog rizika dobiti povrat glavnice, tako i osiguravač, odnosno reosiguravač da će u slučaju nastanka određene štete u određenom obimu, biti oštećen a na osnovu zaključenog ugovora sa reosiguravačem posebne namene.

U svojoj bazičnoj formi, sekjuritizacija rizika osiguranja predstavlja

Grafikon 6: Prikaz rasta sekjuritizacije zbirno za životna i neživotna osiguranja u periodu od 1997. do 2007. godine (iznosi su u milionima dolara)



Izvor: Drivers of Growth of Life Insurance Securitizations, Securities Industry and Financial Markets Association, New York, March 18, 2008, slide 3

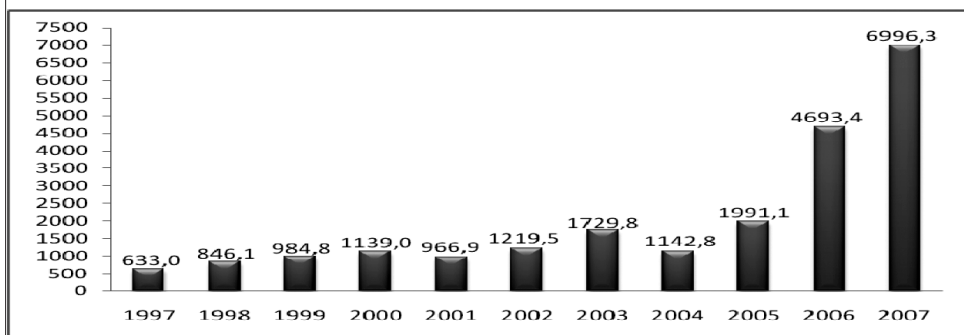
upravo ono što su pomorci od davnina pokušavali da postignu²⁶ – deljenje rizika. Naime, osiguravajuće ili reosiguravajuće društvo korišćenjem sekjuritizacije rizika „kupuje“ opciju zaštite od šteta ukoliko one prevaziđu određeni iznos u određenom periodu a investitori preuzimaju rizik osiguranja. Na taj način novac investitora faktički ima sličnu ulogu kao i kapital osiguravajućeg ili reosiguravajućeg društva.

²⁶ Briys, Eric and Varenne, Francois de: *Insurance From Underwriting To Derivatives: Asset Liability Management in Insurance Companies*, John Wiley & Sons, Ltd, West Sussex, England, 2001, p. 31

5. SADAŠNJE STANJE I PERSPEKTIVE RAZVOJA SEKJURITIZACIJE U OBLASTI OSIGURANJA

Sekjuritizacija je u oblasti osiguranja, kako u domenu životnih tako i u domenu neživotnih osiguranja još uvek nedovoljno nerazvijena, odnosno još uvek je učešće broja i obima transakcija sekjuritizacije malo u odnosu na njenu primenu u drugim sektorima, posebno u domenu sekjuritizacije hipotekarnih kredita (vidi Grafikon 4). Međutim, u periodu od 1997. godine ona ubrzano dobija na značaju kao što pokazuje grafikon br. 6.

Grafikon 7: Prikaz godišnje vrednosti emisija obveznica za katastrofalne štete u periodu od 1997. do 2007. godine (iznosi su u milionima dolara)



Izvor: The Catastrophe Bond Market at Year-End 2007: The Market Goes Mainstream, Guy Carpenter & Company, LLC., New York, February 2008, p. 5

U ukupnim sekjuritizacijama ostvarenim u periodu od 1997. do 2007. godine najveće učešće imaju sekjuritizacije tzv. ugrađene vrednosti²⁷ koje učestvuju sa 20%, odnosno 9.32 milijarde dolara, zatim XXX sekjuritizacije sa 19%, odnosno 8.88 milijardi dolara, osiguranja više rizika sa 17%, odnosno oko 8 milijardi dolara, rizik vetrova u SAD sa 13%, rizik zemljotresa u Kaliforniji sa

²⁷ Ugrađena vrednost kod životnih osiguranja predstavlja sadašnju vrednost budućih profita korigovanu sa neto vrednošću imovine, odnosno razlikom ukupne vrednosti imovine i obaveza.

7%, rizik ekstremne smrtnosti sa 5%, zemljotres u Japanu sa 3%, automobilska osiguranja sa 2%, rizik vetrova u Evropi sa 4%, rizik industrijskih nesreća sa 1%, rizik tajfuna u Japanu sa 1%, rizik zemljotresa u Pacifiku sa 1% a ostatak čine ostale sekjuritizacije u životnim osiguranjima kao i kreditno reosiguranje, rizici otkazivanja događaja i rizici zemljotresa u Meksiku, Tajvanu i Novom Madridu.²⁸

²⁸ Drivers of Growth of Life Insurance Securitizations, Securities Industry and Financial Markets Association, New York, March 18, 2008, slide 4

Jedan od razloga zašto sekjuritizacija u domenu životnih osiguranja nije pratila u punoj meri razvoj sekjuritizacija u drugim oblastima jeste činjenica da je sama priroda poslova osiguranja kompleksna što je rezultiralo i vrlo složenim strukturama transakcija sekjuritizacije koje su zbog toga bile veoma skupe a osim toga postojala je regulatorna nesigurnost koja je zajedno sa velikim mogućnostima pribavljanja kapitala iz tradicionalnih izvora ograničavala razvoj sekjuritizacija životnih osiguravača.

Slična je situacija i u domenu neživotnih osiguranja gde najveći značaj, u smislu područja primene sekjuritizacije, imaju obveznice za katastrofalne štete koje imaju i najznačajnije učešće u ukupnim emisijama hartija od vrednosti emitovanih po osnovu rizika osiguranja a čije emisije iz godine u godinu kontinuirano rastu (vidi Grafikon 7). Tokom 2007. godine, uprkos ispoljenoj kreditnoj krizi, ostvaren je istorijski rekord u novim emisijama, što predstavlja nastavak ispoljenog trenda u prethodne tri godine kada su takođe ostvarena rekordna povećanja u odnosu na dotadašnji period. Ukupna vrednost novih emisija u 2007. godini je bila skoro 7 milijardi dolara, što predstavlja 50% povećanje u odnosu na 2006. godinu.

Ključni razlog kontinuiranog rasta emisija obveznica za katastrofalne štete jeste ograničenost kapaciteta na

tržištu reosiguranja i tržištu retrocesija za prihvatanje rizika prirodnih katastrofa koja je nastala kao posledica enormno velikih šteta²⁹ za svetsko tržište osiguranja nakon sezona uragana iz 2004. i posebno 2005. godine. O rastućem značaju obveznica koje se emituju u cilju zaštite inicijatora od katastrofalnih rizika svedoči i činjenica da se kao inicijatori ovih transakcija sve više osim osiguravača i reosiguravača javljaju i drugi subjekti (sa 1% u 2006. godini njihovo učešće u ukupnim transakcijama poraslo je na 7% u 2007. godini) a da učešće osiguravajućih društava postepeno postaje veće u odnosu na reosiguravače (sa 49% u 2006. godini njihovo učešće u ukupnim transakcijama poraslo je na 67% u 2007. godini, dok je učešće reosiguravača prepolovljeno, sa 50% na 25%).³⁰

²⁹ Štete za tržište osiguranja od sezone uragana iz 2005 godine iznosile su preko 68 milijardi dolara (prema vrednosti dolara iz 2007 godine). – Izvor: En, Rudolf, et al: Natural catastrophes and man-made disasters in 2007: high losses in Europe, Sigma No 1/2008, Swiss Reinsurance Company Ltd, Zurich, Switzerland, 2008

³⁰ Schmutz, Markus: Drivers of Future Growth in Non-Life Insurance Securitization, 2008 SIFMA ILS Conference, New York, March 18-19, 2008 - [http://events.sifma.org/uploadedFiles/Events/2008/insurance-risk-linked08/2%20Markus.Schmutz\(1\).pdf](http://events.sifma.org/uploadedFiles/Events/2008/insurance-risk-linked08/2%20Markus.Schmutz(1).pdf)

U budućem periodu moguće je očekivati značajan razvoj sekjuritizacije u oblasti osiguranja, kako u domenu neživotnih osiguranja, pre svega, imajući u vidu obveznice koje se emituju po osnovu sekjuritizacije katastrofalnih rizika, tako i u domenu životnih osiguranja.³¹ Ključni pokretači budućeg razvoja sekjuritizacije u oblasti osiguranja biće isti oni koji su do sada uticali na njen razvoj a to su: znatno veći kapacitet tržišta kapitala u odnosu na tržište osiguranja za prihvatanje rizika, mogućnost ostvarivanja niže cene za transfer rizika na tržište kapitala u uslovima ograničenosti ponude i broja učesnika na tradicionalnom tržištu reosiguranja ili retrocesija, eliminisanje kreditnog rizika inhe-

³¹ Imajući u vidu trendove razvoja sekjuritizacije u oblasti osiguranja, ukupna vrednost emitovanih hartija od vrednosti po osnovu osiguranja dostigla je 23 milijarde dolara prema podacima iz 2006 godine pri čemu se vrednost hartija od vrednosti emitovanih po osnovu životnih osiguranja udvostručila a po osnovu neživotnih osiguranja udvostručila tokom dve hiljadite, Swiss Re je procenio da ukupno tržište hartija od vrednosti povezanih sa osiguranjem može dostići vrednost od 150 do 350 milijardi dolara do 2016 godine. – Izvor: Helfenstein, Rainer and Holzheu, Thomas: *Securitization – new opportunities for insurers and investors*, Sigma No 7/2006, Swiss Reinsurance Company Ltd, Zurich, Switzerland, 2006.

rentnog tradicionalnom reosiguravajućem pokriću, mogućnost dobijanja višegodišnjeg pokrića, kao i unapređenje efikasnosti korišćenja kapitala zahvaljujući činjenici da je redukcija troškova pribavljanja kapitala veća od troškova strukturiranja transakcija sekjuritizacije.

Iako su prednosti sekjuritizacije u pogledu unapređenja cene akcija, rejtinga i diverzifikacije rizika više primenljiva za aktivne portfelje poslova osiguranja nego za isteke portfelja³², primena sekjuritizacije takođe i u tom slučaju može unaprediti kreditni rejting i posledično cenu akcija koji bi u suprotnom, u slučaju izloženosti dugoričnim obavezama inherentnim brojnim istecima, odnosno gašenjima portfelja.

U Srbiji ne postoji iskustvo u pogledu sprovođenja transakcija sekjuritizacije a trenutno ne postoji ni zakonski okvir kojim se uređuju ova pitanja. Međutim, imajući u vidu iskustva zemalja centralne i istočne

³² Pod istekom portfelja (run-off) podrazumeva se postepeno prestajanje osiguravačevih obaveza koje proizilaze iz portfelja osiguranja ukoliko se osiguravajuće društvo gasi ili napušta rad u određenoj grani osiguranja. Osiguranja tada prestaju sa isticanjem obezbeđenog pokrića, dok se novi poslovi ne pribavljaju. – Izvor: Marović, Boris i Žarković, Nebojša: *Leksikon osiguranja*, DDOR Novi Sad: Budućnost, Novi Sad, 2007, str. 103

Evrope, kao što su Poljska, Bugarska i Rumunija, moguće je očekivati da će u bliskoj budućnosti doći do razvoja ovih poslova i u Srbiji, prvenstveno u domenu bankarskog sektora. Naime, postoji nekoliko faktora koji mogu podržati ulazak banaka u Srbiji u transakcije sekjuritizacije³³: povoljni uslovi za poslovanje banaka u Srbiji, izvanredan rast hipotekarnih i kredita datih malim i srednjim preduzećima, prisustvo snažne konkurencije između banaka, postojeći limiti kreditiranja, postojanje obaveznih rezervisanja nametnutih lizing kompanijama i namere banaka da se refinansiraju na stranim tržištima kapitala.

Perspektive razvoja sekjuritizacije u cilju finansiranja i upravljanja rizikom osiguranja u Srbiji uvećane su izradom nacrtu Zakona o sekjuritizaciji potraživanja od strane Narodne banke Srbije.

Potreba uvođenja ovog zakona obrazlaže se činjenicom da je sekjuritizacija posebnim zakonom regulisana u 7 od 15 starih članica EU a u preostalih 8 regulisana su sporna pitanja u okviru ostalih zakona kao i činjenicom da u zemljama centralne i istočne Evrope Poljska, Rumunija i

Bugarska imaju posebne zakone kojima se reguliše sekjuritizacija. Nacrt ovog zakona, objavljen na sajtu Narodne banke Srbije³⁴ u oktobru 2007. godine a nakon usvojenih primedbi i komentara druga verzija je objavljena u januaru 2008. godine uz datu mogućnost dostavljanja primedbi do 15. februara 2008. godine, kojim se uređuju pitanja vezana za postupak sekjuritizacije potraživanja, osnivanje, poslovanje i prestanak rada društava za upravljanje fondovima sekjuritizacije i poslovi nadzora nad postupkom sekjuritizacije i ovim društvima, ima za cilj unapređenje razvoja finansijskog tržišta u Srbiji.

Za budući razvoj sekjuritizacije u Srbiji posebno su značajni član 8 i član 10 ovog nacrtu. Naime, dok je članom 8 određeno da plaćanje, naplaćivanje i prenos između društava za upravljanje fondovima sekjuritizacije i inicijatora može biti vršeno i u devizama, članom 10 je definisano da se na prenos potraživanja koja su predmet sekjuritizacije neće naplaćivati porez na dodatnu vrednost, što će vrlo verovatno, ukoliko sa zakonom usvoji, imati snažnog pozitivnog uticaja na privlačenje finansijskih institucija. Takođe, iako se za-

³³ Hesdahl, Ralf; Wulfken, Jorg; Bloomingtondale, Bruce and Griffiths, Dominic: Securitisation in Serbia: Some legal issues, Mayer Brown LLP, Frankfurt and London, 2008

³⁴ Nacrt zakona o sekjuritizaciji potraživanja, Narodna banka Srbije – <http://www.nbs.rs/export/internet/latini-ca/20/nacrti.html>

kon prvenstveno odnosi na banke, jer su one i u svetu najveći inicijatori sekjuritizacije, članom 6 ovog nacrta predviđeno je da inicijator može biti i društvo za osiguranje sa sedištem u zemlji ili inostranstvu, što otvara mogućnosti osiguravajućih društava za učešće u procesu sekjuritizacije i to kako domaćih tako i stranih, što će unaprediti ovu delatnost zahvaljujući prenosu iskustva i ekspertize iz razvijenih zemalja.

Konačno, imajući u vidu postojeće institucionalnog (Komisija za hartije od vrednosti koja će vršiti nadzor nad sekjuritizacijom i radom društava za upravljanje fondovima sekjuritizacije) i zakonodavnog okvira za razvoj poslova sekjuritizacije, može se očekivati da će sekjuritizacija u Srbiji zaživeti u relativno bliskoj budućnosti.

Takođe, kada je reč o primeni sekjuritizacije u oblasti životnih i neživotnih osiguranja, paralelno s razvojem tržišta finansijskih derivata, regulisanja pitanja sekjuritizacije obaveza a ne samo potraživanja, detaljnijeg regulisanja sintetičke sekjuritizacije, kao i sprovođeja neophodnih promena u drugim zakonskim rešenjima, moguće je očekivati da će u budućem periodu sekjuritizacija imati velikog značaja u procesu finansiranja, refinansiranja i upravljanja rizicima osiguravajućih društava, što će doprineti i razvoju usluga osiguranja u zemlji.

ZAKLJUČAK

Sekjuritizacija zbog prednosti koje obezbeđuje kako investitorima tako i inicijatorima, koji njenom primenom svoje nelikvidne gotovinske tokove pretvaraju u likvidne hartije od vrednosti, poslednjih godina doživljava snažan razvoj u svetu. Snažan razvoj sekjuritizacije u funkciji finansiranja i upravljanja rizikom u osiguranju javlja se zahvaljujući njenom istovremenom pozitivnom uticaju na razvoj tržišta kapitala i na razvoj tržišta osiguranja.

Uprkos činjenici da je sekjuritizacija u oblasti finansiranja i refinansiranja osiguravajućih i reosiguravajućih društava kao i transfera rizika osiguranja na tržište kapitala doživela snažan rast i dostigla neophodnu kritičnu masu, zahvaljujući njenim efektima na tržište osiguranja i tržište kapitala, potrebno je učiniti još napora u cilju njenog ubrzanijeg razvoja u budućem periodu. Ti napori, pre svega, odnose se na unapređenje modeliranja rizika, transparentnije obelodanjivanje informacija vezanih za transakcije kao i pozicije aktive i pasive na osnovu kojih se sekjuritizacije vrše, razvijanje opšteprijhvatljivih indeksa na bazi kojih se strukturiranju transakcije sekjuritizacije, unapređenje informisanosti investitora o prednostima hartija od vrednosti emitovanih po osnovu rizika osiguranja kao i obezbeđenje veće standardizovanosti

transakcija čime će se podstaći veći broj osiguravajućih društava na njihovu primenu. Takođe, potrebno je obezbediti veće učešće javnih ponuda ovih hartija od vrednosti, koje su do sada pretežno nuđene putem privatnih emisija manjem broju investitora, čime će se obezbediti korišćenje svih prednosti sekjuritizacije uz niže troškove ali i nastaviti s razvojem inovativnih oblika privatnih transakcija koji znatno snižavaju troškove.

Kao što je ukazano, u Srbiji se trenutno sekjuritizacija ne primenjuje a i predloženi Nacrt zakona o sekjuritizaciji potraživanja, za koji se kada se usvoji očekuje da će imati pozitivan uticaj na njen razvoj, ne daje potpuni regulatorni okvir za razvoj sekjuritizacije u oblasti osiguranja. Primena sekjuritizacije u ovoj oblasti u Srbiji biće omogućena ne samo usvajanjem predloženog Nacrta zakona već i neophodnom modifikacijom i prilagođavanjem postojeće zakonske regulative u oblasti osiguranja u skladu sa regulativom koja postoji i razvija se u EU. U budućem periodu može se očekivati ubrzani razvoj sekjuritizacije u bankarskom sektoru a koliko će biti brz razvoj sekjuritizacije u domenu životnih i nežiotnih osiguranja u Srbiji, koji će domaćim osiguravajućim i reosiguravajućim društvima obezbediti prednosti koje uveliko koriste učesnici na razvijenim tržištima osiguranja, ostaje da se vidi.

LITERATURA

1. Bahvarov, Alexander; Collins, Jenna and Davies, William: „Mechanics of Securitisation”, in Fabozzi, Frank J. and Choudhry (eds.) *The Handbook of European Structured Financial Products*, John Willey & Sons, Inc., New Jersey, 2004
2. Banks, Erik: *Alternative Risk Transfer*, John Willey & Sons Ltd, London, 2004
3. Banks, Erik: *Catastrophic Risk: Analysis and Management*, John Willey & Sons Ltd, West Sussex, England, 2005
4. Briys, Eric and Varenne, Francois de: *Insurance From Underwriting To Derivatives: Asset Liability Management in Insurance Companies*, John Wiley & Sons, Ltd, West Sussex, England, 2001
5. Culp, Christopher L.: *Structured Finance and Insurance*, John Willey & Sons, Inc, New Jersey, 2006
6. Cummins, J. David: „CAT Bonds and Other Risk-Linked Securities: State of the Market and Recent Developments“, *Working Paper Series*, Temple University, Philadelphia, PA, November 19, 2007
7. Cummins, J. David: „Securitization of Life Insurance Assets and Liabilities”, *Working Paper*, The Wharton Financial Institutiti-

- ons Center, Philadelphia, PA, 2004
8. „Drivers of Growth of Life Insurance Securitizations”, *Securities Industry and Financial Markets Association*, New York, March 18, 2008
 9. Dzik, Livier: „European ABS at a Turning Point: 2007 Set to Be Decisive“, DBRS, March 2007
 10. En, Rudolf, et al: „Natural catastrophes and man-made disasters in 2007: high losses in Europe”, Sigma No 1/2008, Swiss Reinsurance Company Ltd, Zurich, Switzerland, 2008
 11. ESF *Securitisation Data Report, European Securitisation Forum*, London, 2008
 12. Godfrey, David: „Insurance and capital markets!, Swiss Re Investors’ Day 2007, London, 11 December 2007
 13. Helfenstein, Rainer and Holzheu, Thomas: „Securitization – new opportunities for insurers and investors”, Sigma No 7/2006, Swiss Reinsurance Company Ltd, Zurich, Switzerland, 2006
 14. Hesdahl, Ralf; Wulfken, Jorg; Bloomingdale, Bruce and Griffiths, Dominic: *Securitisation in Serbia: Some legal issues, Mayer Brown LLP*, Frankfurt and London, 2008
 15. Kothari, Vinod: *Securitisation Glossary* - <http://vinodkothari.com/glossary/Securit.htm>
 16. Latimer, Peter and Rourke, Jonathan: *Case Study of a Securitisation of Future Profits*, The Actuarial Profession, slajd 6 - http://www.actuarial-es.org.uk/__data/assets/pdf_file/0016/127402/Latimer.pdf
 17. „Life & pensions“, Incisive Financial Publishing Ltd., London, January 2008
 18. Marović, Boris i Avdalović, Veselin: *Osiguranje i teorija rizika*, Centar za automatizaciju i mehatroniku, Novi Sad, 2006
 19. Marović, Boris i Žarković, Nebojša: *Leksikon osiguranja*, DDOR Novi Sad: Budućnost, Novi Sad, 2007
 20. Millette, Michael J., et al: „Securitisation of Life Insurance Business“, in Lane, Morton (ed) *Alternative Risk Strategies*, Risk Books, London, 2002
 21. *Nacrt zakona o sekjuritizaciji potraživanja*, Narodna banka Srbije – <http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/20/nacrti.html>
 22. NBS – http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/60/60_2/index.htm
 23. Njegomir, Vladimir: „Upravljanje rizikom u osiguranju emisijom obveznica za katastrofalne štete”, *Ekonomski misao*, Beograd, br.3-4, 2006

24. Paine, Chris: *Reinsurance*, Institute of Financial Services, Chartered Institute of Bankers, London, 2004
25. Pengelly, Mark: „Reserves and reservations“, Risk magazine, Incisive Financial Publishing, Ltd, London, November 2007
26. Pennay, Richard: Market loss index for Europe – Expanding capital market capacity, Swiss Reinsurance Company, Zurich, 2007
27. Rejda, George E.: *Principles of Risk Management and Insurance*, Pearson Education, 2005
28. Schmutz, Markus: „Drivers of Future Growth“ in *Non-Life Insurance Securitization*, 2008 SIFMA ILS Conference, New York, March 18-19, 2008 - [http://events.sifma.org/uploadedFiles/Events/2008/insurance-risk-linked08/2%20Markus.Schmutz\(1\).pdf](http://events.sifma.org/uploadedFiles/Events/2008/insurance-risk-linked08/2%20Markus.Schmutz(1).pdf)
29. Schwarcz, Steven L.: „*The Alchemy of Asset Securitization*“, Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol 1:133, Fall 1994, str. 133-154
30. Solvency II Directive Proposal: Amended Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance, Brussels, 26.2.2008 - http://ec.europa.eu/inter-national_market/insurance/docs/solvency/proposal_en.pdf
31. Statement by the President, The White House, 7 September, 2008, <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/09/20080907-4.html>
32. Straib, Daniel and Bever, Lucia: „*World insurance in 2007: emerging markets leading the way*“, Sigma No 3/2008, Swiss Reinsurance Company Ltd, Zurich, Switzerland, 2008
33. Structured Finance – *Glossry of Securitization Terms, Standard & Poor's*, a Division of The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 2003
34. Swiss Re: Swiss Re obtains USD 400 million of extreme mortality risk coverage - its first life securitisation - <http://www.swissre.com/pws/media%20centre/news/news%20releases%202003/swiss%20re%20obtains%20usd%20400%20million%20of%20extreme%20mortality%20risk%20coverage%20its%20first%20life%20securitisation.html>
35. Swiss Re: Swiss Re obtains USD 705 million of extreme mortality risk protection through its Vita Capital programme <http://www.swissre.com/pws/media%20centre>

- tre/news/news%20releases%202007/swiss%20re%20obtains%20usd%20705%20million%20of%20extreme%20mortality%20risk%20protection%20through%20its%20vita%20capital%20programme.html
36. Symonds, Michael: Embedded Value Securitization, SIFMA Insurance & Risk-Linked Securities Conference March 19, 2008
37. The Catastrophe Bond Market at Year-End 2007: *The Market Goes Mainstream*, Guy Carpenter & Company, LLC., New York, February 2008
38. Tzenev, Alexandre: *Insurance Securitization, prezentacija na Actuarial Students' National Association*, Lehman Brothers, January 6, 2007 - http://www.anea-asna.ca/documents/2006-2007/Lehman_Brothers_-_Insurance_Securitization_by_Alexandre_Tzenev.pdf
39. Weaver, Karen: „US asset-backed securities market review and outlook”, in *Global Securitisation and Structured Finance 2008*, Globe White Page Ltd., London, 2008
40. „Zakon o osiguranju”, *Službeni glasnik RS*, br. 55/2004, 70/2004 - ispr. i 61/2005

Rad primljen: 14.04.2008.

UDK: 336.1.07

JEL: G-23

Stručni rad

SUVERENI FONDOVI BOGATSTVA - NOVI VLADARI GLOBALNE EKONOMIJE

SOVEREIGN WEALTH FUNDS - NEW RULERS OF GLOBAL ECONOMY

Mr Bojan ANTIĆ
Eurobank EFG Štedionica a.d. Beograd

Rezime

Suvereni fondovi bogatstva predstavljaju relativno novog igrača na globalnom tržištu kapitala, odnosno u globalnoj ekonomiji uopšte. Jednostavno, radi se o državnim investicionim fondovima koji raspoložu i upravljaju sredstvima denominiranim u inostranoj valuti. Njihova pojava se vezuje za one nacionalne ekonomije koje ostvaruju suficit tekućeg računa platnog bilansa, koji premašuje iznos potreban za očuvanje međunarodne likvidnosti zemlje, te usmeravaju tako akumulirana sredstva ka projektima sa najvećom marginalnom efikasnošću. Ukupna vrednost kapitala kojom upravljaju ovi investicioni džinovi dostiže oko 3.3 biliona dolara. Ova intrigantna činjenica, između ostalih, nameće potrebu upoznavanja njihove strukture i odlika, jer bi u bliskoj budućnosti mogli da predstavljaju ozbiljnu pretnju u globalnom nivou, što je osnovna premisa koju testiramo.

Ključne reči: SUVERENI FONDOVI BOGATSTVA; GLOBALNO TRŽIŠTE KAPITALA; GLOBALNA EKONOMIJA.

Summary

Sovereign wealth funds represent a relatively new player on the global financial market, and in the global economy, in general. In a simple sense, they are state investment funds that hold and manage assets denominated in foreign currency. Their appearance is related to those national economies that run a current account surplus, which surpasses amount needed for securing international liquidity of a country, and invest likely accumulated surplus into projects with highest marginal efficiency. The total value of capital managed by these investment giants reaches 3.3 trillion dollars. This intriguing fact, among others, demands efforts for closer acquaintance of their structure and character, as they may be considered as a threat on the global level in the near future, which is the main premise that we test.

Key words: SOVEREIGN WEALTH FUNDS; GLOBAL CAPITAL MARKET; GLOBAL ECONOMY.

UVOD

Precizna definicija suverenih fondova bogatstva (SFB)¹ još uvek nije jasno profilisana u literaturi, s obzirom da se oni još uvek nalaze na samom početku proučavanja ekonomske teorije. Uprkos tome, možemo ih shvatiti i deskriptivno predstaviti kao investicione fondove osnovane od strane vlada i u državnom vlasništvu,

¹ Akronim SFB usvajamo i koristimo u daljem tekstu iz praktičnih razloga.

koji raspolažu i upravljaju sredstvima denominiranim u inostranoj valuti, tj. upravljaju deviznim rezervama zemlje. Tipični su za one zemlje koje ostvaruju suficit na tekućem računu platnog bilansa, čiji iznos premašuje procenjene tekuće potrebe za inostranom valutom radi očuvanja međunarodne likvidnosti zemlje, te se kroz ovaj institucionalni kanal vanredni resursi usmeravaju ka projektima koji odbacuju najviše stope prinosa. Induktivno razmišljajući, veoma lako

zaključujemo da SFB stoje u bliskom odnosu s trgovinskim debalansima koji egzistiraju na globalnom nivou, i da je produbljivanje međunarodne trgovinske neravnoteže plodno tlo za njihov razvoj.

Pojava SFB vezuje se za 50. godine 20. veka. Uprkos zrelim srednjim godinama u kojima se danas nalaze, teorijski predstavljaju još uvek krajnje neistraženu i krajnje intrigantnu pojavnu manifestaciju interesa krupnog kapitala. Dok su u praksi prepoznati isključivo od strane visokostručne finansijske javnosti, generalna publika ih, čak i u zemljama sa zavidnim nivoom finansijske pismenosti, poput SAD, još uvek ne prepoznaje kao krupnog igrača na globalnom tržištu kapitala.

Uprkos tome, oni sigurno koračaju globalnim finansijskim okeanom, izaživajući sve veću pažnju kako ekonomista praktičara, tako i akademskih ekonomista – pažnju, ali i prateću podozrivost prema rastućem stepenu koncentracije kapitala i centralizaciji odlučivanja o oplodnji istog. Samo ako spomenemo da su 1990. godine, u periodu anonimnosti i pritajenosti, upravljali sredstvima vrednosti od oko 500 milijardi dolara, da danas njihova veličina dostiže oko 3.3 biliona dolara, kao i da se predviđa rast vrednosti kapitala kojim upravljaju na 12 biliona dolara² do 2015. godine, tek

onda stojimo pred kristalno jasnim i ubedljivim činjenicama koje opravdavaju frenetičnu aktuelizaciju ovog vida institucionalizacije oplodnje kapitala, ali i podozrivost prema potencijalnim efektima na globalizovano tržište kapitala, i globalnu ekonomiju, posmatrano iz šire perspektive.

Štaviše, spomenute činjenice predstavljaju samo jedan od razloga angažovanja Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) na terenu izučavanja delatnosti SFB. Naime, osnovni aspekti ove delatnosti koji spadaju u fokus interesovanja i angažovanja MMF-a odnose se na intenzivnu analizu investicionih ciljeva, principa upravljanja rizicima, korporativnog upravljanja i drugih specifičnosti SFB; istovremeno, MMF se angažuje na razvoju dijaloga između centralnih banaka, ministarstava finansija, kao i institucija poput OECD, Svetske banke i Evropske komisije, sa predstavnicima delatnosti SFB. Takvi naponi MMF-a u funkciji su produbljivanja znanja o ovoj delatnosti, kao osnovu njenog kvalitetnijeg funkcionisanja koje bi podrazumevalo rastuću transparentnost, robusno upravljanje rizicima, odgovorno korporativno upravljanje i identifikaciju uloge SFB u kontekstu okvira makroekonomske politike, što je, u sveobuhvatnom smislu, javno dobro koje može igrati ulogu smanjenja negativnog publiciteta koji ih prati i posledičnih protekcionističkih tendenci-

² Toliko iznosi godišnja vrednost BDP-a SAD-a.

ja, i doprineti otvorenosti međunarodnog finansijskog sistema i razumevanju dejstva SFB na finansijsku stabilnost i tokove kapitala.

S ciljem što pronicljivije anticipacije izazova koje SFB postavljaju pred nama, kao i radi oblikovanja, što je moguće kristalnije predstave o potencijalnim efektima koje mogu izazvati, noseću strukturu rada će činiti dva dela: upoznavanje različitih aspekata delatnosti SFB i razmatranje relacija koje SFB uspostavljaju sa finansijskim tržištem. Time ćemo pokušati da se bliže odredimo prema ekonomskoj budućnosti, čijoj bi stabilnosti oni eventualno mogli predstavljati pretnju, istovremeno dajući odgovor na ključno pitanje postavljeno u naslovu rada.

Ipak, usled netransparentnosti ove delatnosti, sumnjamo da ćemo uspeti da u potpunosti razrešimo kontroverze koje prate SFB, ali ćemo prikazati stimulatívni podsticaj inicijaciji obračuna sa glavnim ekonomskim, i u marginalnom, ali istovremeno nerazdvojnóm smislu, ostalim implicirajućim dogmama koje ih prate.

BAZIČNE ČINJENICE O DELATNOSTI SUVERENIH FONDOVA BOGATSTVA

Pojava i dalji razvoj delatnosti SFB je posledica akumulacije deviznih rezervi kroz manje-više permanentan suficit tekućeg računa platnog

bilansa, u kombinaciji sa logikom kapitala koji teži uvećanju kroz neprestanu oplodnju. U užem smislu, sama akumulacija deviznih rezervi proizvod je recentnog intenzivnog dejstva dva fundamentalna faktora: 1) eksplozije cena sirovina i 2) politike kontinuiranih suficita tekućeg računa u ekonomijama u razvoju.

Prvi faktor koji je doprineo recentnoj dinamičnoj akumulaciji deviznih rezervi je eksplozija cena sirovina, pre svega, nafte i gasa³, koja je pogodila čitav svet, donoseći uvoznícima troškovnu inflaciju i nadovezujuće makroekonomske šokove, a izvoznícima benefite u vidu eksplozivnog rasta deviznih rezervi. Rast deviznih rezervi u režimu državno kontrolisanog izvoza i/ili visokog poreskog opterećenja izvozno-orijentisanog privatnog sektora pokrenuo je pitanje upravljanja akumuliranim sredstvima u skladu sa profitnom logikom. Obrazac ponašanja vlada zemalja izvoznícica sirovina u sadašnjim uslovima već je ispoljavan u periodu prvog naftnog šoka, 1973-1974. godine: cenovna eksplozija bila je u pojedinim zemljama praćena fiskalnom ekspanzijom, dok su druge zemlje mudro investirale i/ili štedele sredstva za buduće generacije ili okolnosti koje bi potencijalno nalagale postojanje stabilizatora

³ Pored nafte i gasa, SFB se veoma često oslanjaju i na prihode od izvoza drugih sirovina: fosfati, bakar, dijamanti, i dr.

FINANSIJE

Tabela 1. Devizne rezerve – apsolutni i relativni iznosi

(u milijardama dolara i kao % od ukupnih deviznih rezervi na globalnom nivou)

ZEMLJA	APSOLUTNI IZNOS	RELATIVNI IZNOS
Kina	1.202	23.2
Japan	888	17.1
Rusija	330	6.3
Južna Koreja	243	4.7
Indija	192	3.7
Singapur	137	2.6
Hong Kong	135	2.6
Brazil	109	2.1
Malezija	89	1.7
Alžir	83	1.6
...
UKUPNO	5.183	100

Izvor: IMF - International Financial Statistics, 2007

usled deflatornog trenda ključnih izvoznih sirovina⁴.

Drugi faktor koji je doprineo akumulaciji deviznih rezervi je politika kontinuiranih suficita tekućeg računa u ekonomijama u razvoju, pre svega, istočnoazijskog regiona. Naime, poreklo deviznih rezervi leži u rastu domaće produktivnosti koja nije praćena podjednako dinamičnom ekspanzijom domaće agregatne tražnje, doprinoseći na taj način rastu domaće štednje, kombinovanim sa politikom privrednog rasta predvođenog ekspanzijom izvoznog sektora. Uz to, politika suficita održivost nalazi i u precenjenim

deviznim kursovima, a eklatantan primer je Kina, koja je zahvaljujući precenjenom juanu u odnosu na dolar, uspela da izgradi devizne rezerve (Tabela 1) čiji se značajni deo ulaže kroz SFB. Politika kontinuiranih suficita se vodi iz sigurnosnih razloga, a njena materijalizacija je težnja za visokim prinosima na dugi rok preko prenošenja diskrecionog prava upravljanja deviznim rezervama na ministarstvo finansija ili kvazijavno telo sa institucionalnim mandatom vođenja one finansijske strategije koja je u saglasju s ciljem maksimiziranja prinosa.

Važan faktor koji je olakšao ulaganje sredstava iz deviznih rezervi na međunarodnom nivou je proces finansijske globalizacije, i to putem stvaranja ambijenta izuzetno prijemčivog kreta-

⁴ Neophodnost postojanja stabilizatora bio je jedan od ključnih razloga osnivanja SFB.

FINANSIJE

Tabela 2. Vrednost i tržišno učešće SFB po zemljama, početkom 2008. godine

	Vrednost (u milijardama dolara)	Tržišno učešće (u %)
<i>Proizvođači nafte</i>	2.260	67.8
- UAE	875	26.3
- Norveška	380	11.4
- Saudijska Arabija	300	9.0
- Kuvajt	250	7.5
- Rusija	157	4.7
- Ostali proizvođači nafte	298	8.9
<i>Proizvođači sirovina</i>	27	0.8
- Čile	16	0.5
- Bocvana	7	0.2
- Ostali proizvođači sirovina	4	0.1
<i>Ostali SFB</i>	1.046	31.4
- Singapur	489	14.7
- Kina	200	6.0
- Hong Kong	163	4.9
- Ostali SFB	194	5.8
UKUPNO	3.333	100

Izvor: www.swfinstitute.org

nju kapitala na međunarodnom nivou. Demontaža barijera međunarodnom kretanju kapitala imala je stimulativni efekat, i to kroz širenje horizonta, kako u smislu novih tržišta, tako i smislu oblika ulaganja, što su SFB svakako iskoristili. U tom smislu, njihov nastanak i razvoj možemo shvatiti kao proces paralelan procesu finansijske globalizacije, pa čak i kao ishod tog procesa, ali i kao pravovremenu reakciju na promene u eksternom okruženju, ali i posledicu srećnih okolnosti i to u smislu kretanja cena sirovina na svetskom tržištu.

Da je eksplozivni rast deviznih rezervi zaista proizveo pojavu prethod-

no ekspliciranih oblika državnog organizovanja, uglavnom u ekonomijama u razvoju (Tabela 2), prebogatim sirovinskim bazama za kojima postoji (rastuća) globalna tražnja, možemo argumentovati sledećim podacima: četiri najveća SFB u Persijskom zalivu (*Abu Dhabi Investment Authority, Kuwait Investment Authority, Qatar Investment Authority, Dubai International Capital*) koji su osnovani 70-ih godina, danas upravljaju kapitalom reda veličine 1 bilion dolara; u Norveškoj je 1990. godine osnovan *The Norwegian's Government Pension Fund – Global* (ranije poznat kao *Pe-*

troleum Fund of Norway) koji danas upravlja kapitalom vrednosti 396.5 milijardi dolara; u Rusiji je 2003. godine osnovan *Oil Stability Fund*, koji u ovom trenutku raspolaže sredstvima od 100 milijardi dolara; u Singapuru funkcionišu *Government Investment Corporation* i *Temasek*, koji raspolažu sredstvima od 489 milijardi dolara; Kina je skorije osnovala *China Investment Corporation* koja raspolaže kapitalom od 200 milijardi dolara.

Postojanje čvrstog osnova za organizovanje državnog interesa u obliku SFB možemo podupreti podatkom da ukupne svetske devizne rezerve iznose skoro 5.2 biliona dolara⁵, što uz pozitivan trend rasta istih, koji predvode Kina, Japan, Rusija, kao i druge zemlje u razvoju, još razumljivije osvetljava rast i perspektive delatnosti SFB.

Kao što vidimo, vlade pojedinih zemalja su veoma brzo reagovale na kretanja u svetskoj ekonomiji, trudeći se da izvuku koristi za tekuće i buduće generacije kroz izrazito aktivan odnos prema deviznim rezervama, tržišno ponašanje usmereno ka visokim profitima i međugeneracijski transfer štednje formirane izdvajanjem dela prihoda generisanih ekonomisanjem neobnovljivim prirodnim resursima.

Takvo ponašanje vlada sa pravom možemo okarakterisati veoma pragmatičnim, uz izrazit osećaj odgovornosti prema sadašnjosti i budućnosti.

Na odgovornije ponašanje vlada uticale su i Azijska i Ruska finansijska kriza 1997-1998. godine, po čijem je izbijanju i širenju Međunarodni monetarni fond (MMF) ostao pasivan u davanju pravovremene finansijske pomoći ugroženim zemljama – krajnji fatalan ishod je bio poučan: nužno je raspolagati sopstvenim sredstvima, kojima bi se pružila podrška održivom funkcionisanju ekonomije u slučaju potencijalne finansijske krize.

Ipak, autorski subjektivizam se kosi sa mišljenjem⁶ prema kome upravljanje novcem od strane javnog sektora inherira značajno nižu efikasnost, uz opasku da su SFB popularni u diktatorskim i poluautoritarnim režimima u kojima ne postoji ni minimum neophodne odgovornosti vlade prema građanima. Iako najveći deo prethodne tvrdnje možemo smatrati validnom, ipak, osvrćući se na dinamičnu razvojnu fazu kroz koju prolaze mnoge zemlje u razvoju, pre svega, iz Perzijskog zaliva (npr. Dubai), i poštujući princip objektivizma, moramo relativizirati zaključak o ekonomski neoptimalnim ishodima operisanja SFB i usko ograničenoj disperziji koristi od njihovog investiranja.

Da prethodni faktori zaista snažno oblikuju ovu delatnost, možemo shvatiti ako se osvrnemo na podatak da danas oko 30 zemalja poseduje barem jedan SFB, kao i da od ukupno 40

⁵ MMF [2007]

⁶ Aslund [2007]

SFB koliko ih danas funkcioniše, polovina nastala u ovoj dekadi – dakle, upravo u periodu kada su došli do izražaja prethodna dva eksplicirana fundamentalna faktora. Štaviše, od 2003. do 2007. godine, njihova veličina se učetrostručila. S druge strane, imajmo u vidu da su pojedine razvijene zemlje posegle ka osnivanju SFB na osnovu sredstava od socijalnih i/ili penzijskih doprinosa, kao i visokih poreskih prihoda⁷ [Alvarez, 2008].

Uprkos povećanom broju SFB, 70% ukupne vrednosti kapitala kojim oni upravljaju je još uvek pod kontrolom 5 najvećih SFB, ukazujući na postojanje visokokoncentrisane tržišne strukture⁸. Kao što vidimo iz prethodne tabele, početkom 2008. godine, SFB finansirani prihodima ostvarenim izvozom nafte odnosili su 2/3 ukupne vrednosti delatnosti na globalnom nivou i isti relativni udeo na globalnom tržištu. Štaviše, očekivanja o rastu obima delatnosti SFB se argumentuju širokopodržanim (pesimističnim) predviđanjima da vreme pred nama donosi rast cene energenata, te da će izvoznice ovih retkih resursa još više učvrstiti svoju poziciju na tržištu SFB.

Takođe, ono što se uočava kao generalna tendencija jeste da SFB predstavljaju kanal 'uzvodnog' kretanje kapitala na globalnom nivou – od zemalja u razvoju ka razvijenim zemlja-

ma, što narušava ustaljenu percepciju o finansijskoj globalizaciji kao procesu koga determinišu i iz koga najveće benefite iscrpljuju razvijene zemlje. Time je bitno promenjena uloga zemalja u razvoju, koje su danas, umesto uloge neto-dužnika, preuzele ulogu neto-poverioca, što empirijski pokazuje Tabela 3, putem činjenice da 10 najvećih SFB dolazi iz zemalja u razvoju.

Kada su u pitanju ciljevi SFB, potrebno je naglasiti da su oni višestruki, kao i da mogu da se menjaju tokom vremena. Istraživanje⁹ koje je sproveo MMF na temu SFB, pokazuje da su u pojedinim zemljama (Rusija, Bocvana), SFB, prvobitno orijentisani ka stabilizacionim ciljevima, postepeno evoluirali u fondove orijentisane ka štednji, jer su akumulirana sredstva vremenom prevazišla iznose neophodne za kratkoročnu fiskalnu stabilizaciju. Višestrukost ciljeva kojima teže SFB implicira različite investicione horizonte i strategije upravljanja raspoloživim sredstvima. Na primer, SFB orijentisani ka stabilizacionim ciljevima više stavljaju naglasak na likvidnost i neguju kratkoročni investicioni horizont, za razliku od SFB orijentisanih ka štednji, koje karakteriše duži investicioni horizont i manja potreba za likvidnošću. Takođe, udeo rizične aktive u investicionom portfoliju SFB može prevazilaziti 1/2 ukupnog investicionog portfolija¹⁰, im-

⁷ Francuska, Australija i Novi Zeland

⁸ Johnson [2007]

⁹ MMF [2008]

¹⁰ Beck & Fidora [2008]

**Tabela 3. Rang-lista najvećih SFB prema obimu aktive
(u milijardama dolara)**

Zemlja porekla	Naziv	Vrednost aktive	Izvor aktive	Godina osnivanja	Vrednost aktive / Devizne rezerve	Linaburg-Maduel indeks transparentnosti ¹
UAE – Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	875	Nafta	1976	29.5	3
Norveška	Government Pension Fund - Global	396.5	Nafta	1990	7.1	10
Saudi Arabija	SAMA Foreign Holdings	365.2	Nafta	n/a	n/a	4
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	330	Ostalo	1981	1.9	6
Kina	SAFE Investment Company	311.6	Ostalo	n/a	0.2	2
Kuvajt	Kuwait Investment Authority	264.4	Nafta	1953	12.7	6
Kina	China Investment Corporation	200	Ostalo	2007	0.1	2
Kina – Hong Kong	HKMA Investment Portfolio	173	Ostalo	1998	1.0	7
Rusija	National Welfare Fund	162.5	Nafta	2008	0.3	5
Singapur	Temasek Holdings	159	Ostalo	1974	0.9	7

Izvor: Sovereign Wealth Fund Institute, www.swfinstitute.org

¹⁾ Linaburg-Maduel indeks transparentnosti se koristi s ciljem rangiranja SFB prema stepenu transparentnosti poslovanja, i to korišćeći skalu od 1 (najniža transparentnost) do 10 (najviša transparentnost). Vrednost indeksa od 8 se preporučuje kao donji minimum da bi određeni SFB bio smatran transparentnim u opštem smislu.

plicirajući njihovo stremljenje ka višim prinosima, za razliku od konzervativnijeg pristupa upravljanja deviznim rezervama od strane centralnih banaka. Pak, nizak nivo transparentnosti poslovanja SFB rezultira niskom disperzijom informacija o njihovim ciljnim prinosima, mada postoje oficijelne informacije prema kojima je singapurski Te-

masek ostvarivao uprosečene godišnje prinose i do 18%¹¹.

¹¹ Neophodno je s oprezom tumačiti ovaj podatak, jer je uprosečavanje izvršeno na osnovu informacija počev od 2004. godine, što je relativno kratak period da bi se prosečna vrednost smatrala reprezentativnom.

Naravno, pitanje koje logično sledi jeste na koje se investicione strategije oslanjaju SFB kada ulažu akumulirane devizne rezerve? U prvoj liniji moramo poći od činjenice da se, za razliku od investicija SFB u zemlji porekla, o njihovim investicionim strategijama u inostranstvu, odnosno bilansnoj strukturi ne zna dovoljno da bi mogli izvlačiti čvrste i nedvosmislene zaključke.

U zemlji porekla, u tipične investicione mete SFB ubrajaju se dugoročne državne obveznice, korporativne obveznice, akcije, nekretnine, sirovine i derivati. Dakle, radi se o implementaciji principa diverzifikacije pri ulaganju, uz podršku profesionalnih lica za svaku od pojedinih vrsta investicija.

S druge strane, literatura ne raspolaze obiljem podataka o investicionim strategijama SFB u inostranstvu. Podaci postoje za nekoliko SFB (*The Norwegian's Government Pension Fund, Government Investment Corporation, Temasek*) i oni nam govore da se investiciona sredstva najčešće usmeravaju ka različitim finansijskim instrumentima, po portfolio i/ili vlasničkom principu, pa se čak pribegava izmeštanju ovlašćenja za upravljanjem delom portfolija na eksternog agenta¹².

¹² Abu Dhabi Investment Company, kao najveći SFB, mereno obimom aktive kojom upravlja, alokira čak 70% vrednosti portfolija na eksterne agente.

Na primer, SFB iz Norveške investiraju u akcije kompanija koje im donose do 10% glasačkih prava¹³, dok singapurski Temasek investira u akcije s ciljem postizanja većinskog vlasništva u ciljnim kompanijama. Štaviše, počev od 2007. godine, SFB koji dolaze iz arapskih zemalja su investirali oko 40 milijardi dolara u zapadne banke, osnažujući njihovu, globalnom finansijskom krizom pogođenu, likvidnosnu poziciju.

U kontekstu vođenja makroekonomske politike, moramo da usredredimo pažnju na koordinaciju ciljeva makroekonomske politike i aktivnosti SFB koje mogu biti izvor kako benefita tako i izazova za kreatore ekonomske politike.

Prvi aspekt makroekonomske politike odnosi se na fiskalnu politiku, na koju SFB mogu delovati i pozitivno i negativno. Potencijalan pozitivan uticaj može se materijalizovati pružanjem podrške fiskalnoj politici u ostvarenju stabilizacionih ciljeva i/ili uvećanju štednje za dugoročne namene, kao na primer, okolnosti starenja populacije ili međugeneracijski transfer nacionalnog bogatstva. S druge strane, negativan uticaj dolazi do izražaja, kako pokazuje iskustvo zemalja izvoznica nafte, fragmentiranjem budžetskog procesa putem rigidnih

¹³ To se objašnjava težnjom SFB da deluju u skladu sa principom diverzifikacije ulaganja.

operativnih pravila, kvazifiskalnih aktivnosti i lošeg upravljanja.

Kada govorimo u uticaju SFB na monetarnu politiku, on se može efektivirati putem mehanizma dejstva valutne konverzije, motivisane izmenom valutne strukture ulaganja. Stoga, potencijalno direktno dejstvo na devizno tržište zahteva koordinaciju aktivnosti SFB s monetarnim vlastima, jer se u suprotnom, imajući u vidu obim sredstava kojima raspolažu, može dovesti u pitanje efikasnost monetarnih mera. Istovremeno, moguće investicije SFB u domaću aktivu mogu kontribuirati rastu agregatne tražnje, praćenim inflatornim tendencijama, što bi povuklo retorzivne mere monetarne politike i negativno dejstvo na stopu ekonomskog rasta.

Treći aspekt podrazumeva odnos SFB i eksterne pozicije zemlje i to u dvojakom smislu: u smislu zemalja koje izvoze kapital putem SFB i u smislu zemalja koje uživaju priliv kapitala po osnovu investicija SFB.

Za zemlje izvoznice kapitala putem SFB, ocena eksterne pozicije će se razlikovati između zemalja koje izvoze sirovine i onih koje nisu neto izvoznik sirovina, ali poseduju SFB. U prvoj grupi zemalja, vrednovanje eksterne pozicije nalaže nužnost da se u ocenu uključe i činjenice o raspoloživosti sirovina, kao i o uticaju potencijalnih cenovnih šokova na spoljnu poziciju. U drugoj grupi zemalja, u kojima se akumulacija devi-

znih rezervi vezuje za specifičnu politiku deviznog kursa, ocena eksterne pozicije će biti pod signifikantno slabijim uticajem potencijalnih cenovnih šokova. U takvim zemljama, politika deviznog kursa se postavlja u funkciju izvozne-orijentisane razvojne strategije ili želje da se zemlja izoluje od ekonomskih i finansijskih šokova.

Za zemlje uvoznice kapitala putem SFB, prilivi mogu imati potencijalni efekat na račun kapitala i relativne cene, te na eksternu stabilnost ekonomije. Dok izazov upravljanja ovim kapitalnim tokovima može predstavljati rutinski zadatak za velike napredne ekonomije, male i otvorene ekonomije¹⁴, kao i ekonomije sa mladim i plitkim tržištem kapitala mogu biti izložene krupnom izazovu.

Konačno, zatvorimo izlaganje o bazičnim činjenicama o ovoj delatnosti osvrtom na najrecentniji trend oblikovan od strane SFB. Radi se o tzv. suverenim preduzećima bogatstva, osnivanim od strane SFB, koja imaju raznoliki ciljni spektar: cilj zaobilazjenja precizno definisanog investicionog mandata koji se odnosi na SFB, zatim, cilj maskiranja poslovanja SFB kroz mrežu zavisnih preduzeća, i na kraju, cilj izbegavanja negativnog publiciteta koji prati SFB.

¹⁴ Pod pretpostavkom da ovi tokovi imaju značajno učešće u ukupnim tokovima kapitala.

SUVERENI FONDOVI BOGATSTVA I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

Ako se još jednom osvrnemo na podatak da se u ovom trenutku, pod upravom SFB nalazi vrednost kapitala od 3.3 biliona dolara, neizostavan zaključak koji proizilazi jeste da su SFB postali izuzetno važan igrač na globalnom finansijskom tržištu. U svakom slučaju, bilo koji tip investicionog igrača čiji agregatni portfolio dostiže tako visoke iznose, zavređuje pažnju, a naročito ako agregatnu vrednost portfolija posmatramo kao izolovanu činjenicu. Ipak, ako izvršimo poređenje sa veličinom drugih igrača i drugim relevantnim parametrima, dolazimo da značajne relativizacije prethodnog zapažanja. Naime, u poređenju sa SFB, penzioni fondovi upravljaju kapitalom veličine 15 biliona dolara, a osiguravajuće kompanije kapitalom veličine 16 biliona dolara¹⁵.

Iako upravljaju većim kapitalom nego hedž fondovi (1.7 biliona dolara), SFB manje investiraju s obzirom da se uglavnom ne oslanjaju na finansijski leveridž¹⁶. Ukupna vrednost kapitala kojim upravljaju SFB predstavlja samo 2% vrednosti globalnog tržišta akcija i obveznica¹⁷. Ako se oslonimo na najoptimističnije scenarije rasta delatnosti SFB, projekcije

pokazuju da SFB imaju potencijal dostizanja 6% vrednosti globalne finansijske aktive koja se procenjuje na 100 biliona dolara.

Pozitivni uticaji SFB na finansijska tržišta se veoma jednostavno identifikuju. Naime, SFB najčešće plasiraju kapital na dugi rok i uglavnom nemaju kratkoročnih obaveza. To znači da tokom stresnih tržišnih epizoda potpadaju pod manji pritisak za redukcijom veličine ili povećanjem likvidnosti svojih investicija nego većina privatnih investitora. Tokom takvih epizoda, SFB imaju potencijal stabilizovanja tržišta zauzimanjem pozicije na suprotnoj strani tržišta od dominirajuće, putem investicionih plasmana. Na primer, kada je globalno tržište akcija zahvatio silazni trend u periodu 2000-2002. godine, *Norwegian's Government Pension Fund* se pojavio na strani tražnje za akcijama mnogobrojnih kompanija. Takođe, tokom još uvek aktuelne stresne epizode povučene krahom američkog hipotekarnog tržišta, SFB su imali stabilizaciono dejstvo kroz investiranje oko 40 milijardi dolara u neke od najvećih komercijalnih i investicionih banaka na svetu (Tabela 4), time podržavajući teorijski stav o mogućoj tržišnoj stabilizaciji. Štaviše, jedan od aspekata ulaganja u finansijske institucije jeste da su akcije kupovane u momentima u kojima su njihove tržišne cene bile na silaznoj putanji. Pak, poslednja epizoda poremećaja na globalnim finansij-

¹⁵ Alvarez [2008]

¹⁶ Allen & Caruana [2008]

¹⁷ Miles [2007]

FINANSIJE

**Tabela 4. Ulaganja SFB u finansijske institucije od novembra 2007. godine
(u milijardama dolara)**

Suvereni fond bogatstva	Finansijska institucija	Iznos
Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup	7.5
GIC Singapore	UBS	9.8
China Investment Corporation	Morgan Stanley	5.0
Temasek Singapore	Merril Lynch	4.4
GIC Singapore	Citigroup	6.9
Kuwait Investment Authority	Citigroup	3.0
Korea Investment Corporation	Merrill Lynch	2.0
Kuwait Investment Authority	Merrill Lynch	2.0
UKUPNO		40.6

Izvor: Kompanijske internet stranice

skim tržištima pokazala je da je stabilizaciono dejstvo bilo kratkoročnog daha, te da su cene kupljenih akcija i dalje nastavile da opadaju.

Dalje, pozitivan uticaj SFB na finansijska tržišta može doći do izražaja imajući u vidu da oni inkliniraju ka gradualističkom prestrukturiranju investicionog portfolija, na taj način ograničavajući njihov potencijalno negativan uticaj na kretanje tržišnih cena. Prethodno mišljenje osnažujemo praktičnim apodiksisom o konstantnosti strukture portfolija SFB, odnosno, odsustvom dokaza o naglim izmenama u portfolio alokaciji. Relevantno istraživanje¹⁸ uticaja portfolio prestrukturiranja na cene ak-

tive, i to empirijski utemeljeno na ponašanju norveškog *Government Pension Fund*, nije došlo do dokaza o dejstvu neekonomski motivisanog investicionog ponašanja SFB na finansijska tržišta. Ipak, potrebno je napomenuti da je proces obimnog divestiranja od strane respektivnog SFB svesno bio dizajniran na način kojim su izbegnuti pritisci ka silaznom cenovnom trendu, s ciljem minimiziranja gubitaka koji bi na taj način mogli biti generisani. Naravno, neizvestan i još uvek empirijski je nepostojeć odgovor na pitanje šta bi se desilo u okolnostima procesa divestiranja od strane onih SFB koji bi raspolagali mnogo većom vrednošću akcija od vrednosti kojom je raspolagao prethodno spomenuti SFB.

¹⁸ Beck & Fidora [2008]

Pozitivno dejstvo SFB na finansijska tržišta može se videti i kroz doprinos investicija SFB produbljivanju i proširivanju tržišta, kao i tržišnoj efikasnosti, podsećajući da su oni uglavnom dugoročni investitori koji obogaćuju globalni investicioni spektar, kao i da se uglavnom ne oslanjaju na finansijski leveridž. Posmatrano sa isključivo globalnog stanovništva, SFB bi mogli da doprinesu efikasnoj disperziji i diverzifikaciji rizika na globalnom nivou.

Ipak, pored pozitivnog, SFB bi mogli da imaju i negativan uticaj na funkcionisanje finansijskih tržišta. U konkretnijem smislu, postoje mišljenja prema kojima bi SFB mogli da dovedu do rastuće volatilnosti finansijskih tržišta¹⁹, karakteristične za pretpostavljeni slučaj u kojem SFB zauzimaju obimne i nedovoljno transparentne pozicije, slično drugim velikim investitorima. Na primer, aktuelne transakcije ili glasine o transakcijama mogle bi dovesti do nerealne procene stanja i kretanja u pojedinim sektorima privrede, na taj način delujući kao inicijalna kapisla na finansijsko tržište. To nalaže malim ekonomijama da budu veoma oprezne u upra-

¹⁹ Motivacija za ovakvo razmišljanje izvire iz uloge hedž fondova, kao još jednog velikog igrača na finansijskim tržištima, tokom špekulativnog napada na britansku funtu početkom 90-ih godina, kao i tokom Azijske finansijske krize.

vljanju prilivima kapitala pokrenutim na ovaj način. Takođe, pod pretpostavkom da SFB počnu da se oslanjaju na finansijski leveridž u većoj meri, finansirajući rizičnije investicione strategije, njihovo dejstvo na finansijsko tržište bi vremenom moglo postati izrazito destabilizaciono. Konačno, SFB kao sastavni element finansijskog sektora, bi mogli otežati delovanje centralne banke u okolnostima finansijske nestabilnosti.

Pod pretpostavkom da SFB izvrše portfolio diverzifikaciju, distancirajući se od niskorizičnih kratkoročnih investicija, kao što su hartije od vrednosti američkog Trezora, i usmere investicioni potencijal ka dugoročnim ulaganjima na tržišta akcija, mogli bismo očekivati dejstvo kako na kamatne stope, tako i na akcijske indekse. Takođe, pod pretpostavkom da SFB izmene valutnu strukturu ulaganja, udaljavajući se od američkog dolara, smanjen priliv sredstava u američku valutu bi mogao da izazove rast diferencijala između realnih kamatnih stopa, kao i depresijaciju dolara²⁰. S druge strane, rastući priliv kapitala bi u drugim zemljama izazvao pad kamatnih stopa, apresijaciju deviznog kursa, kao i rast uvozne tražnje.

Iako je teorijsko razmišljanje na temu veze SFB i finansijskog tržišta

²⁰ U sadašnjim okolnostima, ovaj efekat je u značajnoj meri ublažen velikim injekcijama kapitala u američki bankarski sektor.

uznapredovalo u recentnom periodu, empirijska istraživanja i dokazi su još uvek veoma oskudni. Dok, s jedne strane, raspoložemo još uvek oskudnim dokazima o pozitivnom dejstvu SFB na finansijska tržišta, s druge strane, teorijski anticipiran negativan efekat SFB na finansijska tržišta još uvek nije materijalizovan, pa se u ovoj oblasti krećemo isključivo u sferi teorijske predikcije, odnosno, bez dokaza koji bi mogli da predstavljaju orijentir za regulativnu politiku. Činjenica da potencijalni negativan efekat SFB na finansijska tržišta još uvek nije došao do izražaja veoma je ohrabrujuća, iako je oprez na strani regulatornih instanci neophodan i *conditio sine qua non* očuvanja stabilnog globalnog finansijskog sistema.

Shodno prethodnom, rastuća involviranost SFB u funkcionisanje finansijskih tržišta će sigurno podstaći na dublja istraživanja svih aspekata pozitivnog i negativnog dejstva, s posebnim osvrtom na jasnije kristalisanje potencijalnog negativnog dejstva SFB na finansijska tržišta. Smatramo da je ulaganje istraživačkih napora u ovom smeru važno, kako bi se što efikasnije i s razumevanjem predupredile okolnosti snažnih šokova predviđenih teorijskom kontemplacijom, imajući u vidu rastuću vrednost kapitala kojim upravljaju SFB i sve intenzivnije ekonomske i finansijske veze na globalnom nivou.

ZAKLJUČAK

Sve značajnija uloga koju zauzimaju SFB na globalnom tržištu kapitala, odnosno, u okviru globalnog ekonomskog poretka, pokreće i nosi sa sobom i određene kontroverze, koje su sve više predmet uzavrelih diskusija – stručnih i donekle laičkih. Pritom, kontroverze poseduju različite aspekte: ekonomski, politički i regulatorni. Pažnja koju smo posvetili funkcionisanju i odlikama SFB u prethodna dva dela rada, proporcionalna je najupečatljivijem aspektu kontroverzi koje ih prate – ekonomskom aspektu - koga ne smemo posmatrati isključivo iz uske perspektive, već ga moramo stavljati i u širi kontekst, dopunjen političkim i regulatornim aspektom, implicitnog i sekundarnog, ali rastućeg značaja.

Smatramo da je potrebno da protekne određeni vremenski period tokom koga bi eventualno spoznali prirodu SFB u potpunijem i zaokruženijsm smislu, te bismo, tek nakon tog perioda, raspolagali činjenicama koje bi nam dozvolile da zaokružimo naša znanja o SFB. Takvim zaokruživanjem znanja bismo, nadamo se, dotakli ekonomske kontroverze na potpun način, koje, do tada, ostaju samo parcijalno razrešene.

Političke kontroverze koje prate SFB pokrenute su tvrdnjama u američkoj i evropskoj javnosti, o tome da njihove investicije nisu motivisane isključivo finansijskim interesima, već i

strateško-političkim interesima zemalja iz kojih potiču. Uzrok političkih kontroverzi je i jedinstven i redak proces u globalnoj ekonomiji: kretanje kapitala iz ekonomija u razvoju u razvijene ekonomije, dok sastavnim pratećim elementom političkih kontroverzi smatramo negativan publicitet izazvan svakim pokušajem SFB da penetriraju na tržište neke razvijene ekonomije, što može lako da preraste u talas protekcionizma predvođen simbiozom američkih i panevropskih interesa.

U trenutnim okolnostima, negativnom publicitetu najviše doprinose izjave visokih političkih zvaničnika, koji na kritičan način javnosti prezentuju SFB, veoma često bez racionalne argumentacije niti praktične osnove. Čak iako postoje argumenti za obazrivost, kao što je slučaj u SAD, još uvek nema osnove za panično ponašanje: investicije SFB u SAD, iako usmerene prema najvećim institucijama američkog finansijskog sistema, nisu obezbedile upravljačke pakete akcija SFB, već su u pitanju isključivo investicije vođene zdravim finansijskim interesom.

Ipak, mentalni sklop individualaca u zapadnim ekonomijama, formiran na hajekovskom poimanju pojma ekonomske slobode, kao fundamentalne premise političke slobode, ne dozvoljava fleksibilan pristup razmišljanju na temu SFB i njihovog potencijalnog uticaja, pa fobije istrajavaju. Štaviše, postoji mišljenje prema kome, za raz-

liku od logike kapitalističkog uređenja prema kome akcionari teže isključivo maksimizaciji profita respektivne kompanije, postoji očigledna verovatnoća da se vlade, kao osnivači i vlasnici SFB, neće ponašati isključivo u skladu sa ovim načelom²¹.

Uprkos aktuelizaciji negativnih aspekata, SFB egzistiraju već duži vremenski period, tokom koga nisu pronađeni nagoveštaji niti eksplicitni dokazi o njihovoj instrumentalizaciji i upotrebi kao političkog oružja, koje ima za cilj da nanese štetu zemlji/firmi u koju investiraju. Štaviše, tržišta inkliniraju ka neodložnom kažnjavanju onih igrača koji neefikasno upravljaju kapitalom. Dalje, ulagati visoke iznose kapitala da bi se isti kasnije uništavao nanoseći štetu respektivnoj firmi/zemlji, kontradiktorno je zdravoj investicionoj logici i konvencionalnom principu maksimizacije profita.

Konačno, u razvijenim ekonomijama su na snazi zakonske norme kojima se nastoje izvući benefiti iz inostranih ulaganja, ali i minimizirati rizici koje inostrana ulaganja donose. Podrazumevajući prethodno, podizanje protekcionističkog zida bi samo predstavljalo barijeru transferu znanja i inovacija, rastu produktivnosti, smanjenju nezaposlenosti i, konačno, kvalitetnom ekonomskom rastu. Rastućim protekcionizmom bi, još jednom, došla do izražaja hipokrizija za-

²¹ Summers [2007]

padnih političara koji kretanje kapitala ka zemljama u razvoju ideološki nazivaju globalizacijom, dok obrnut smer kretanja kapitala označavaju sintagmom 'ugrožavanje nacionalne bezbednosti'.

Značajan deo političkog aspekta kontroverzi utemeljen je na veoma izraženom odsustvu transparentnosti koje prati poslovanje SFB. Odsustvo transparentnosti najčešće uzima jedan ili više sledećih oblika: nedostatak informacija o bilansnoj strukturi, strukturi upravljačkih organa, investicionoj strategiji, investicionim planovima, i dr. Upravo iz ovog razloga, SFB veoma često nailaze na odbojnost i nerazumevanje zajednice u koju žele da investiraju, pothranjivane rasplamsanim političkim strastima o neophodnosti šireg regulatornog obuhvata i podizanja transparentnosti poslovanja.

U tom smislu, kao preventiva potencijalnom negativnom publicitetu, javljaju se predlozi usmereni ka regulatornom povećanju stepena transparentnosti poslovanja SFB, čime bi se u značajnoj meri olakšala njihova ekspanzija. Kao model, na koga se veoma često oslanjaju apologete principa transparentnosti, navodi se rešenje norveškog penzionog fonda, koji uspeva da dugoročno usmerava slobodna sredstva ka visokoprinosnoj finansijskoj aktivni bez podizanja političkih strasti. Ključ njegovog uspeha leži u transparentnosti upakovanoj u sledeću formu: građanima i ostalim

agentima je u potpunosti demistifikovan cilj postojanja i poslovanja, uz dostupnost pravilnika za investiranje i superviziju. Kvalitet tog modela je potvrđen i činjenicom da OECD i MMF sve više ulažu napore ka promovisanju transparentnosti i organizaciji SFB prema ovom modelu. Ono što možemo sa sigurnošću tvrditi, na osnovu postojećeg iskustva, jeste da SFB, do sada, nisu predstavljali pretnju po stabilnost globalnog tržišta kapitala, kao i da se još uvek ne mogu definitivno smatrati vladarem globalne ekonomije na osnovu iznosa kapitala kojim upravljaju i uticaja koji na osnovu njega vrše.

Ipak, s obzirom da nam okolnosti šalju signale da će ova delatnost tek doživeti svoj procvat, potrebno je s pažnjom pratiti njen rast i razvoj, kako bi se SFB stavili u funkciju blagodeti globalnog tržišta kapitala i globalne ekonomije u celini. Samo na taj način ćemo biti u prilici da očekujemo stabilnu ekonomsku budućnost sa ravnomernije i pravednije distribuiranim benefitima od funkcionisanja globalnog tržišta kapitala i SFB kao njihovog učesnika.

LITERATURA

1. Aizenman, J. [2007]. „*Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization*”. *Economic Letters* No. 38. FRBSF

2. Alvarez, S.G. [2008]. *Sovereign Wealth Funds'. Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate.* April 24
3. Allen, M., Caruana, J. [2008]. „Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda”. Prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Department. IMF
4. Aslund, A. [2007]. „The Truth about Sovereign Wealth Funds”. December. *Foreign Policy*
5. Beck, R., Fidora, M. [2008]. „The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets”. *ECB Occasional Paper Series* No. 91
6. „The Invasion of the Sovereign Wealth Funds”, *Economist.* [2008], January 17
7. Francis, D.R. [2007]. „Will Sovereign Wealth Funds Rule the World?”, November 26. *CS Monitor*
8. Gieve, J. [2008]. „Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances”, *Speech by Deputy Governor of the Bank of England to the Sovereign Wealth Management Conference,* London, March 14
9. IMF. [2007]. *International Financial Statistics.*
10. IMF. [2008]. ‘IMF Intensifies Work on Sovereign Wealth Funds’. IMF Survey Online. March 4
11. Johnson, S. [2007]. „The Rise of Sovereign Wealth Funds”. *Finance & Development.* Vol. 44 No. 3
12. Markheim, D. [2008]. „Sovereign Wealth Funds and U.S. National Security”. *Heritage Lectures.* No. 1063. March 6
13. Miles, D. [2007]. „Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices”. Morgan Stanley. June 1
14. Rautava, J. [2008]. „Sovereign Wealth Fund Arouse Political Passions”. Focus/Opinion 2/2008. Bank of Finland
15. Summers, L. [2007]. „Sovereign Funds Shake the Logic of Capitalism”. July 30. *Financial Times*
16. Teslik, L.H. [2008]. „Sovereign Wealth Funds”, January 18. *Council on Foreign Relations*
17. Truman, E.M. [2007]. „Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability“. *Policy Brief* No. 6. Peterson Institute for International Economics

SISTEMI SPREČAVANJA PRANJA NOVCA

THE ANTI MONEY LAUNDERING SYSTEMS

Dr Bojan S. ĐORĐEVIĆ
Fakultet za menadžment, Zaječar

Rezime

Infiltracija „prljavog novca” je ozbiljan problem za nacionalne ekonomije. Kupovina deonica, nekretnina, osnivanje „prljavih investicionih fondova” i korišćenje bankarskim sistemom za deponovanje takvih sredstava, opasnost je za kredibilitet cele zemlje, a posebno za sigurnost finansijskog i bankarskog sistema. Srbija se priklonila zakonskim rešenjima usmerenim na efikasno otkrivanje i sprečavanje sumnjivih finansijskih transakcija odnosno na sprečavanje pranja novca. Perači neprestano pronalaze nove načine, koriste se novim, nefinansijskim kanalima i proširuju delokrug na nekretnine, umetnička dela i osiguranje. Stoga je potrebno i dalje pratiti evropska rešenja i preporuke, težiti daljem poboljšanju zakona i modernizaciji sistema kao i doneti nove propise usklađene sa međunarodnim standardima, posebno sa Direktivom 2005/60/EZ.

Ključne reči: PRANJE NOVCA, PREVENCIJA, USKLAĐIVANJE SA MEĐUNARODNIM STANDARDIMA, SPROVOĐENJE MERA DUBINSKE ANALIZE, OBAVEŠTAVANJE O SUMNJIVIM TRANSAKCIJAMA, E - CRM

Summary

The infiltration of „dirty money” is a crucial problem from national economies. The purchase of shares, of real estate, the establishment of dirty investment funds and the use of the banking system for the embedding of such resources is a danger to the credibility of a whole country, and in particular to the security of the financial and banking system. Serbia has adopted statutory measures aimed at the effective detection and prevention of suspicious financial transactions, in other words the prevention of money laundering. Launderers constantly find new ways, make use of new nonfinancial channels and expand their activities to real estate, artworks and insurance. Hence it is necessary to keep up with European approaches and recommendations, to strive for further improvement of the laws and the modernisation of the system, and to adopt new regulations harmonised with international standards, particularly with Directive 2005/60/EC.

Key words: MONEY LAUNDERING, PREVENTION, HARMONISATION WITH INTERNATIONAL STANDARDS, DUE DILIGENCE, REPORTING SUSPICIOUS TRANSACTIONS, E - CRM

UVOD

Pranje novca je proces kojim se sakriva trag pravog izvora nezakonito stečenog novca, pri čemu se iskorišćava finansijski, a sve češće i nefinansijski sektor i delatnosti. Prikladno definiciji iz Direktive 2005/60/EZ, taj proces obuhvata prikrivanje prave prirode i izvora novca, pretvaranje i prenos imovine u smislu prikrivanja njenog protivzakonitog porekla odnosno nabavku, posedovanje ili upotrebu imovine proizašle iz krivičnog dela odnosno sudelovanje, povezanost, pokušaj pomaganja, podsticanja kao i omogućavanje izvršenja bilo koje od navedenih radnji.

„Prljavim” novcem (dirty money) se smatra svaki novac koji je stečen krivičnim delom i sva imovina koja proizlazi iz tog novca. To znači da pranje novca bez prethodne kriminalne aktivnosti ne postoji. Američka Uprava za sprečavanje pranja novca (FinCEN)¹ opisuje proces pranja novca kroz tri faze: polaganje, oplemenjivanje i integraciju.

U fazi polaganja sredstva iz kriminalne delatnosti ulažu se u finansijski sistem ili se investiraju u nekretnine i pokretnu imovinu. Glavni cilj jeste

¹ The Financial Crimes Enforcement Network

ubaciti novac u finansijske tokove ili ga prebaciti van zemlje. Pritome perači novca izlažu svoju zaradu, pa je ta faza s obzirom na mogućnost detekcije prljavog novca od krucijalnog značaja (Maros, 1999, str. 241). Bez obzira na to da li se novac koji proizlazi iz kriminalne aktivnosti pojavljuje u obliku gotovine ili ne, faza polaganja je najopasnija za kriminalce. Tada još postoji direktna veza između novca i kriminalaca.² Od tog trenutka novac više nije gotovina, već se pretvara u brojke na papiru ili na ekranu računara (Lilley, 2000, ss. 51-52).

Sledeća faza u procesu poznata je pod nazivom **oplemenjivanje**, ali se naziva i pretresanjem ili mešanjem (Lilley, 2000, str.53). U fazi oplemenjivanja perači brojnim transakcijama počinju da prikivaju trag pravog izvora novca. Legalnim transakcijama prebacuju novac na račune u ze-

² Upravo je to razlog zbog koga bi se zakoni i podzakonski propisi, kao i obuka ovlašćenih osoba koje rade neposredno s klijentima, trebali bazirati na preduzimanju mera dubinske analize stranke odnosno na prikupljanju podataka o svrsi i predviđenoj prirodi poslovnog odnosa, kao i o stalnom praćenju poslovnog odnosa i transakcija. Dalje, vrlo je važno utvrditi identitet stvarnog vlasnika, kao i preduzeti sve potrebne mere zavisno od rizika i vrste stranke, poslovnog odnosa, proizvoda ili transakcije. U tu svrhu koristi se koncept „Upoznaj svog klijenta“ (Know Your Customer).

mlji i inostranstvu i menjaju njegov oblik, upravo radi otežavanja praćenja njegovog toka.³ U toj fazi postojeće *off shore* kompanije mogu postati prikladno sredstvo. Krajnji cilj prebacivanja novca jeste raspršivanje novca i pribavljanje što više papirnatih tragova kako bi se sprečila kontrola koja je u toku ili buduća istraga i na kraju obezbedilo lažno poreklo odnosno lažni izvor novca (Lilley, 2000, str. 53).

Konačno, u fazi **integracije**, perači integrišu svoja sredstva u ekonomiju i finansijski sistem i mešaju ih sa legalnim sredstvima, čime otežavaju detekciju pravog izvora novca (Maros, 1999, str. 242). Završna faza procesa pranja novca zapravo jeste integracija nezakonitih sredstava koja su postala zakonita i koja su uspešno uronjena i položena u finansijski si-

³ Sama priroda oplemenjivanja omogućuje pronalazak određenih obeležja koja upućuju na moguće pranje novca. To su finansijske transakcije koje nemaju logičnog opravdanja i nastaju isključivo radi transakcije kao i radi česte kupovine i prodaje dobara, naročito uz honorare i provizije savetnicima i konsultantima. To mogu biti i računi koji su stvoreni od mnogo manjih računa, od računa među kojima ne postoji veza, kao i nedostatak interesa za gubitke prilikom ulaganja ili troškova banke. Perač novca zainteresovan je samo za profit kao sekundarni cilj – prikriivanje pravog izvora novca je jedini motiv.

stem. Ta se faza ponekad naziva i fazom sušenja odnosno centrifugiranja (Blunden, 2001, str. 24).

Pranje novca je kompleksni sistem koji se razvija, primjenjuju se nove tehnike, a perači se sve više usavršavaju. Kriminalci se skrivaju iza komplikovanih transakcija koje obuhvataju međunarodne transfere, usitnjavaju transakciju na manje iznose ili transferišu na račune većeg broja osoba, menjaju oblik novca, a pri svemu tome koriste se i savetima vrhunskih bankarskih stručnjaka, brokera, investicionih bankara, računovođa, konsultantskih kuća, javnih službenika i advokata. Proces pranja novca nikad ne prestaje: bez obzira na to koliko je faza prljavi novac prošao i koliko su oblika nezakonita sredstva promenila, takva sredstva nikada neće biti čista u očima zakona (Claessens, 2000, str. 23).

1. DEFINISANJE NOVCA I PRANJA NOVCA

1.1. Šta predstavlja novac?

Ideja da se nečemu može odrediti vrednost i da se može koristiti u trgovini veoma je stara, ali univerzalna (Madinger, Zalopany, 1999, str. 7). Novac je vrlo staro pomagalo, ali je poimanje da je to pouzdan artefakt, nešto što čovek može prihvatati bez pitanja i bez proveravanja, kao i nešto što se u istoriji novca pojavljivalo samo povremeno; zapravo to je shvatanje stvoreno uglavnom tek u prošlom

veku (Galbraith, 1986, str. 18). Svako novac doživljava na drugačiji način i nije nimalo čudno da se ta mišljenja razlikuju, pogotovo u svetu različitih kultura. Jasno razumevanje procesa pranja novca zahteva razumevanje prirode novca i njegove uloge. Novac se najčešće shvata kao gotovina. Koliko stvarno vredi jedan dinar, dolar ili evro? Možda bi bolja definicija novca bila da je on „sve ono što je opšteprihvaćeno kao način podmirivanja troškova” (Madinger, Zalopany, 1999, str. 8). Novac se pojavio par hiljada godina pre papira i kovanica, a nikada se neće saznati ko je došao na ideju da se nekom objektu odredi vrednost i nameni tako važno mesto u trgovini (Madinger, Zalopany, 1999, str. 9).

Dakle, novac posmatramo kao zamisao da neki određeni predmet ima vrednost i da je prihvaćen u svim vrstama razmene. Kao zamisao, novac može imati bilo koji oblik. U različitim vremenima, na različitim mestima, novac može biti gotovo sve što se može zamisliti (Madinger, Zalopany, 1999, str. 9). Zašto je sve prethodno pomenuto toliko važno za sprečavanje pranja novca? Moramo biti svesni da, iako većina procesa pranja novca obuhvata samo neke oblike novca, sve može biti upotrebljeno u procesu pranja novca: dijamanti, zlato, kreditne kartice, deonice, garancije, retke kovanice, polise osiguranja i još mnogo drugih različitih ob-

lika novca i vrednosti. Te vrste transakcija novca u različite oblike ograničene su samo maštom osobe, a ne oblikom u kojem se novac pojavljuje.

1.2. Definisane pranje novca

Termin "pranje novca" upotrebljen je po prvi put i to zvanično na Bečkoj konvenciji 1988. godine (Konferencija UN po pitanju problema droge), mada je termin već odavno bio poznat (mislimo na Konferenciju u Šangaju po pitanju upotrebe droga iz 1906. godine). Pretpostavlja se da on potiče iz dvadesetih godina prošlog veka iz SAD, iz vremena prohibicije tj. kada je alkohol bio zabranjen u Americi. U to vreme, novac zarađen od krijumčarenja i prodaje alkohola, bio je bukvalno recikliran kroz, u tu svrhu otvoren, čitav lanac perionica za veš, jer ljudi tada nisu imali veš mašine u svojim kućama (Klasens, 2006., str.9). Interesantan period za nas jeste period posle 11.septembra, kada se problemu pranja novca dodaje još jedno svetsko goruće pitanje: borba protiv terorizma. Svako da danas pranje novca jeste u središtu aktivnosti i trgovaca narkoticima i terorista, koji u velikom broju slučajeva imaju povezane aktivnosti i ciljeve (mislimo npr. na trgovinu drogom radi kupovine naoružanja za izvođenje terorističkih akcija). Problem pranja novca, pored toga što je pitanje morala, pitanje je i ekonomije. Procene su da je promet od kriminalnih aktiv-

nosti veći od prometa čitave automobilske industrije sveta kao i da organizovani kriminal u Italiji i Rusiji pojedinačno stvara godišnje prihode veće od godišnjih BDP nekih evropskih zemalja. Takođe, procenjuje se da se oko 800.000 EUR opere svakog minuta. Organizovani kriminal ima negativne efekte na sva društva u kojima postoji, a naročito na zemlje u tranziciji koja nemaju u dovoljnoj meri izgrađena tržišta i sisteme za sprečavanje ekonomskih poremećaja. U tom smislu, organizovanom kriminalu je lako da prođe u finansijske sisteme tranzicionih zemalja, da nov identitet svom novcu i naruši principe tržišnog funkcionisanja koristeći kriminalne metode u legalnom poslovanju. Zemlje u tranziciji su posebno privlačne kriminalnim organizacijama iz sledećih razloga (Bartlett, 2002):

- Nedovoljno izgrađenih institucija za borbu protiv organizovanog kriminala;
- Finansijskih institucija koje ne koriste sisteme za sprečavanje pranja novca ili ih koriste ali nedovoljno;
- Neefikasnih zakonskih kazni za dela organizovanog kriminala i pranja novca;
- Niskog stepena obučenosti organa nadležnih za borbu protiv organizovanog kriminala;
- Niskog stepena stanja sveti o etici i društvenoj odgovornosti, kako pojedinaca tako i kompanija

Nije neobično da se baš u SAD-u 1986. godine odigrala "legislativna premijera", tako da je u saveznoj državi Vašington (Washington) donesen Zakon o pranju novca, koji je strogo kažnjavao svako neprijavlivanje gotovinskih novčanih transakcija većih od 10.000 dolara. Inače, u literaturi se spominje i da je izraz „pranje” promovisao londonski list „The Guardian” pre trideset godina u vezi sa poznatom aferom američkog predsednika Niksona - Watergate, gde se radilo se o iznosu od 200.000 dolara, predviđenih za finansiranje američke republikanske predizborne kampanje. Početkom 1980-ih godina gorepomenuti izraz nalazimo i u dokumentima Saveta Evrope (Giunio, 1998, str. 40).

S obzirom na to da se proces pranja novca po pravilu odigrava u tri faze i da neretko ima i međunarodni karakter, u čemu sudeluju manje ili veće grupe ljudi stvorene ad hoc ili za trajnije delovanje, a prethodi mu različitost krivičnih dela, sve ovo jasno ukazuje na složenost samog procesa pranja novca. Upravo se iz tog razloga u literaturi pojavljuju različite definicije pranja novca, od kojih neke navodimo:

1. Pranje novca obuhvata aktivnosti usmerene na prikrivanje imovinske koristi ostvarene kriminalnim delima, zatim uključivanje, deponovanje i drugo raspolaganje tim predmetima (novcem, vrednosnim papirima, draguljima i dr.), uz

stvaranje privida legalne stečenosti tih predmeta (Giunio, 1998, str. 40);

2. Pranje novca je finansijska transakcija stvorena za provlačenje određenih nezakonitih aktivnosti ili za prikrivanje dobiti iz nezakonitih delatnosti (DeGabrielle, 2001, str. 192);
3. Termin pranje novca odnosi se na promenu oblika nezakonito stečenog novca tako da izgleda legalan. Osim toga, to je prikrivanje nezakonitog izvora prihoda ili njegovog korišćenje (Claessens, 2000, str. 22);
4. Tradicionalno se pranjem novca smatra čišćenje prljavog novca proizašlog iz nezakonitih aktivnosti koje su u kolektivnoj svesti najverovatnije povezane sa krijumčarenjem i prodajom narkotika (droge), (Lilley, 2000, str. 1).

2. MEĐUNARODNI PROPISI I ORGANIZACIJE

2.1. Međunarodne propisi o sprečavanju pranja novca

Sa porastom javne svesti o pretnjama koje organizovani kriminal postavlja društvu i sa prepoznavanjem fenomena pranja novca kao vrlo opasnog za stabilnost pojedinih ekonomija, a otkrivanje i spečavanje pranja novca kao efikasni instrument u borbi protiv organizovanog kriminala, međunarodna zajednica je donela niz

konvencija, preporuka i direktiva, među kojima ističemo sledeće:

Konvencija Ujedinjenih nacija protiv nezakonitog prometa opojnih droga i psihoaktivnih supstanci (Beč, 1988), kojom se razmatra problem i određuju načini borbe protiv trgovaca narkoticima oduzimanjem profita stečenih od nezakonite proizvodnje i prometa narkotika, i promoviše međunarodna saradnja država članica. Bečka konvencija je važna zato što je to prvi dokumenat kojim se kažnjava pranje novca, iako se kažnjavanje odnosi samo na ograničeni broj dela (Konvencija se odnosi samo na promet droge), odnosno dela iz kojih proizlazi prljavi novac (Condemi, Pasquale, 2005, str. 42);

Konvencija 141. Saveta Evrope o pranju, traganju, privremenom oduzimanju i oduzimanju prihoda stečenog krivičnim delom (Strasbourg, 1990), koja propisuje obvezu oduzimanja profita iz svih nezakonitih delatnosti, međunarodnu saradnju u zapleni i podeli oduzetih sredstava. Najvažniji deo cele Konvencije jeste članak posvećen međunarodnoj saradnji. Članak 18. navodi uzajamnu obvezu (pomoć pri istragama, usvajanje i primenu privremenih mera za zaplenu ili konfiskaciju imovine) koja se odnosi na proceduralno pitanje o zahtevima koje članice šalju jedna drugoj, kao i na osnovu za odbijanje (Condemi, Pasquale, 2005, ss. 44-45);

Konvencija o pranju, traganju, privremenom oduzimanju i oduzimanju prihoda stečenog krivičnim delom i o financiranju terorizma (ETS 198), u kojoj se, između ostalog:

- bliže određuje finansijsko-obaveštajna jedinica (*Financial Intelligence Unit – FIU*), obaveza osnivanja FIU i pristup informacijama koji je istovetan zahtevu iz Preporuke 26. FATF-a⁴ (*Radna grupa za finansijsku akciju - Financial Action Task Force*),
- propisuje mogućnost prekida obavljanja domaćih sumnjivih transakcija i međunarodna saradnja u vezi sa zabranom (prekid može zahtevati FIU ili drugo nadležno telo kada postoji sumnja da je transakcija povezana sa pranjem novca ili finansiranjem terorizma, a radi analize transakcije i potvrđivanja sumnje),
- propisuje saradnju između FIU radi prikupljanja, analize ili

⁴ Države treba da osnuju FIU koji će delovati kao državni centar za primanje, analizu i prosljeđivanje informacija o sumnjivim transakcijama i ostalih podataka koji se odnose na moguće pranje novca ili finansiranje terorizma. FIU treba da neguje redovan pristup, direktan ili posredan, finansijskim administrativnim i bezbedonosnim podacima tela za sprovođenje zakona koji su mu potrebni za uredno izvršavanje svojih zadataka, uključujući analizu sumnjivih transakcija.

istraživanja relevantnih informacija o bilo kojoj činjenici koja bi mogla upućivati na pranje novca ili finansiranje terorizma.⁵ FIU mora saradivati bez obzira na svoj unutrašnji status, odnosno model organizacije,

- propisuje da FIU može odbiti zahtev za dostavom podataka ako bi tražena informacija mogla omesti istragu koja se sprovodi u zemlji kojoj je zahtev upućen, kada bi otkrivanje informacije bilo nesrazmerno sa legitimnim interesima neke fizičke ili pravne osobe ili na neki drugi način ne bi bilo u skladu sa temeljnim načelima domaćeg prava u toj zemlji. Svako odbijanje mora biti na primereni način obrazloženo.

40 + 9 Preporuka grupe za finansijsku akciju kao tela za preduzimanje mera protiv pranja novca razvijenih zemalja sveta, od kojih vredi istaknuti proširivanje kruga obvezni-

⁵ FIU su međusobno, prema vlastitoj proceduri ili na zahtev, dužne da razmenjuju sve dostupne informacije u vezi sa finansijskim transakcijama vezanim za pranje novca ili finansiranje terorizma i u to uključeni fizičkim i pravnim osobama koje bi mogle biti važne. Svaki zahtev mora biti popraćen sažetim prikazom bitnih činjenica. Za dostavu podataka trećim stranama potrebna je prethodna saglasnost FIU od kojeg podaci potiču.

ka na nefinansijske institucije, identifikaciju stvarnog vlasnika, preduzimanje mera dubinske analize, povratnu informaciju, izveštavanje, nadzor i regulaciju sumnjivih transakcija i međunarodnu saradnju. Preporuka je poprimila je svoj konačan oblik na XIV. planetarnom sastanku (u Berlinu 2003), na kojem su usvojeni novi standardi prevencije i borbe protiv pranja sredstava pribavljenih na nezakonit način i finansiranja međunarodnog terorizma (Condemi, Pasquale, 2005, str. 401);

Direktive Saveta EU o spreječavanju korišćenja finansijskog sistema radi pranja novca (1991/308/EEC, 2001/97/EC i 2005/60/EZ). Njima se propisuje identifikacija stranke, dubinska analiza, verifikacija i nadzor klijenta – stvarnih vlasnika, limiti korišćenja gotovine, prepoznavanje povezanih, nelogičnih i sumnjivih transakcija, obaveza izveštavanja, zabrana objavljivanja informacija, maksimalna zaštita zaposlenih u finansijskim institucijama od odgovornosti zbog odavanja informacija, osposobljavanje osoblja i upravljanje rizicima, vođenje evidencije i statistike, nadzor i sankcije;

Uredba 1781/2006 propisuje obvezu da informacije o nalagodavcu prate transfer novca radi sprečavanja, istraživanja i otkrivanja pranja novca kao i finansiranja terorizma. Radi primene Specijalne preporuke

7. FATF-a⁶, kojoj je cilj poboljšanje transparentnosti svih vrsta prebacivanja novca elektronskim putem unutar zemlje i među državama, olakšavajući pri tom telima sprovođenja zakona da slede elektronski prenos novca koji sprovode kriminalci i teroristi, 2007. je stupila na snagu Uredba 1781/2006. Uredbom se propisuje obaveza institucija koje sprovode transakciju da uz svaki elektronski prenos novca moraju biti navedene potpune informacije o osobi koja je dala nalog, odnosno njeno ime, adresa i broj računa. Dalje, Uredba propisuje obavezu verifikacije svih prikupljenih podataka o nalogodavcu na osnovu dokumenata, podataka ili informacija dostupnih iz pouzdanih i nezavisnih izvora.

⁶ Specijalna preporuka VII. FATF-a Elektronski transfer (novca). Države treba da propišu mere koje od finansijskih institucija, uključujući službe za prenos i doznaku novca, zahtevaju da primene tačne i valjan/nepobitne podatke o pošiljaocu (ime, adresu i broj računa) o prenosima sredstava i povezanim poslanim porukama, pri čemu podaci treba da ostanu uz prenos ili povezanu poruku tokom prolaska kroz latic plaćanja. Države treba da preduzmu mere koje će osigurati da finansijske institucije, uključujući službe za prenos i doznaku novca, sprovode pojačanu kontrolu i nadzor sumnjivih aktivnosti prenosa sredstava koje ne sadrže potpune podatke o pošiljaocu (ime, adresu i broj računa).

2.2. Međunarodne institucije sprečavanja pranja novca

2.2.1. Radna grupa za finansijsku akciju (FATF)⁷

FATF predstavlja internacionalno međudržavno telo koje postavlja standarde, razvija strategije i unapređuje politiku za borbu protiv pranja novca i finansiranje terorizma. U ovom momentu ova radna grupa broji 34 država-članica i pet regionalnih tela, asocijacija. FATF vrši monitoring nad uspostavljanjem efikasnog sistema za sprečavanje pranja novca u državama-članicama. Takođe, ova organizacija razmatra i tehnike pranja novca i predlaže kontramere i u zemljama koje nisu članice FATF (slučaj sa Srbijom). Mehanizmi FATF monitoringa i naročito procedure uzajamnog ocenjivanja pomogli su u mnogo slučajeva donošenju efikasnih kontramera za sprečavanje ubacivanja prljavog novca u više zemalja-članica. Značajan doprinos je i u pomoći u formiranju regionalnih asocijacija-tela za

⁷ FATF (*Financial Action Task Force*) ili GAF (*Groupment d'Action Financiere*) osnovana je 15.06.1989. godine, bez strogo definisane konstitucije niti životnog veka ove organizacije. Ipak, ova radna grupa preispituje svoju misiju i ciljeve svakih pet godina. Vlade zemalja članica odlučuju da li će nastaviti sa svojim naporima po pitanju suzbijanja pranja novca i finansiranja terorizma.

sprečavanje pranja novca, koja služe kao centralne tačke i pokretači inicijativa za sprečavanje pranja novca u određenim regionima (npr. formiranje Karipske grupe za finansijsku akciju protiv pranja novca – *Caribbean Financial Action Task Force for Money Laundering-CFATF*), (Klasens, 2006., str. 55).

2.2.2. Egmont grupa

Egmont grupa je međunarodna mreža nacionalnih službi specijalizovanih za borbu protiv pranja nezakonitih sredstava. Trajno podstiče i podržava saradnju nacionalnih finansijskih službi, podstiče međusobnu razmenu informacija i iskustava o mogućim slučajevima pranja novca (Condemi, Pasquale, 2005, str. 161). U njenom sastavu trenutno je 101 nacionalna finansijska obaveštajna jedinica koja se bavi sprečavanjem i otkrivanjem pranja novca. Jedno od gotovo najvažnijih dostignuća rada grupe jeste stvaranje zaštićene internet komunikacije. Egmontov međunarodni sigurnosni internet web sistem omogućuje članovima međusobnu komunikaciju putem zaštićenog e-maila, olakšavajući praktičnu i brzu razmenu podataka u borbi protiv pranja novca. Iako to ne zamenjuje tradicionalne kanale koji služe za dobijanje dokaza za sudski proces, nadzornim službama mogu osigurati korisna saznanja u istrazi (DeGabrielle, 2001,

str. 202). Dakle, cilj Egmont grupe jeste stvaranje preduslova za sigurnu, brzu i zakonski utemeljenu razmenu informacija koje služi u borbi protiv pranja novca i koja su usmerene na stvaranje centralne mreže u međunarodnoj saradnji službi. U nastojanju za što većim protokom informacija koje pridonose otkrivanju pranja novca, nacionalne službe potpisuju Memorandume o razumevanju i saradnji (službe iz Slovenije, Hrvatske, Srbije, Belgije, Italije, Češke, Paname, Litvanije, BJR Makedonije, Libana, Izraela, Bugarske, Rumunije, Australije, Lihtenštajna, Albanije, BiH, Crne Gore, Poljske, Gruzije i Ukrajine).

2.2.3. Moneyval

Moneyval je, pod nazivom PC-R-EV, osnovan 1997. godine radi proce-
ne sprovođenja mera protiv pranja novca unutar zemalja članica EU koje nisu članice FATF-a.⁸ Glavni zadatak Moneyvala jeste podsticanje država na utemeljenje efikasnog sistema za borbu protiv pranja novca i finansiranja terorizma, kao i na njegovo us-

⁸ Članice MONEYVAL-a su Albanija, Andora, Jermenija, Azerbejdžan, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Hrvatska, Kipar, Češka, Estonija, Francuska, Gruzija, Mađarska, Lihtenštajn, Litva, Malta, Moldavija, Monako, Holandija, Poljska, Rumunija, Rusija, San Marino, Srbija, Slovačka, Slovenija, Makedonija i Ukrajina.

**Tabela 1. „Crna lista“ FATF
(nekooperativne zemlje po pitanju saradnje
u sprečavanju pranja novca)**

Prvi izveštaj (jun 2000)	Drugi izveštaj (sept. 2001)	Sedmi izveštaj (jun 2006)	2007
1. Bahami	1. Egipat	1. Mianmar	Lista je prazna
2. Kajmanska ostrva	2. Granada		
3. Kukova ostrva	3. Gvatemala		
4. Dominikanska Republika	4. Mađarska		
5. Izrael	5. Indonezija		
6. Liban	6. Mjanmar		
7. Lihtenštajn	7. Nigerija		
8. Maršalska ostrva	8. Ukrajina		
9. Nauru			
10. Niue			
11. Panama			
12. Filipini			
13. Rusija			
14. St. Kits i Nevis			
15. St. Vinsent/Grenadini			

Izvor: FATF, 2008.

kladivanje s odgovarajućim međunarodnim standardima. Navedeni standardi su sadržani u 40 + 9 Preporuka FATF-a, Konvenciji UN protiv nezakonitog prometa opojnih droga i psihoaktivnih supstanci, Konvenciji 141. Saveta Evrope o pranju, traganju, privremenom oduzimanju i oduzimanju prihoda stečenog krivičnim delom i relevantnim smernicama EU.

Jedan od najpoznatijih uspešnih slučajeva sprečavanja pranja novca u svetu jeste akcija pokrenuta protiv

Bank of Credit and Commerce International (BCCI), koja je najviše poslovala u Velikoj Britaniji i SAD i za koju su američke vlasti ustanovile da je oprala oko 32 miliona dolara. Uhapšen je veći broj službenika, među kojima i devetorica direktora banke. Banka je zbog protivzakonitog poslovanja osuđena da plati kaznu od 15,3 miliona dolara, gde je uskoro potpuno prestala s poslovanjem, ostavivši 530 hiljada klijenata širom sveta bez njihovih 12,4 milijardi dolara.

Tabela 2. Crna lista“ zemalja poreskog raja OECD po pitanju sprečavanja pranja novca

Andora*	Lihtenštajn*
Angila	Maldivi
Antigva i Barbuda	Maršalska ostrva
Aruba	Monako*
Bahami	Monserat
Bahrein	Nauru
Barbados	Niue
Belise	Panama
Britanska Devičanska ostrva	Samoa
Kukova ostva	St. Lucija
Dominika	St. Kits i Nevis
Gibraltar	St. Vinsent i Grenadini
Grenada	Tonga
Gernsej	Turks i Kaikos
Džersi	Američka Devičanska ostrva
Liberija	Vanuatu

Izvor: V.Prvulović, 2002.

* - nekooperativni of-šor centri u 2007. godini

Perači novca se često služe i malim preduzetnicima preko čijih bankarskih računa prolaze ogromni iznosi. Poznat je slučaj da je u Kanadi izvršeno veliko pranje novca preko računa dve male trgovine, pa je zbog nerealno velikog prometa u njima, banka obavestila nadležnu službu koja je ubrzo otkrila uključenost organizovanog kriminala. Takođe se u međudržavnoj trgovini koriste i lažne (uvećane) fakture, pa je pre nekoliko godina Venecuela u SAD izvezla sudopere koji su pojedinačno „koštale“ 8.911,85 američkih dolara. Panama je, čak, izvezla žilete po ceni od 23,35\$ po komadu, što je ipak jeftinije od onih iz Kolumbije koji su košta-

li 34,81\$, dok im je uobičajena tržišna cena bila devet centi (0,09 \$).

Kako zaključuje V. Prvulović (2002), prljavi novac, koji se posle nemilice troši u mondenskim letovalištima u svetu, dolazi iz sledećih razloga:

1. u bivšim socijalističkim zemljama, naročito u periodu ekonomsko-političkih previranja i tranzicije, jedini način za legalizaciju novca stečenog krijumčarenjem deficitarnih roba i kriminalnim aktivnostima (narkotici, oružje, prostitucija), jeste njegovo „pranje“ u bankama zemalja bez finansijske kontrole. Ulaže se na anonimne račune, fiktivne kompanije, offshore kompanije preko kojih se

- vraća na legalne račune banaka i u normalne ekonomske tokove;
2. Slične tehnike primenjuju i najveće mafijaške organizacije u svetu, od kojih se izdvajaju one u SAD, Italiji, Francuskoj, Rusiji, Kolumbiji, Japanu i Kini. Dugogodišnje iskustvo naučilo je ove kriminalne korporacije, koje milijarde dolara zarađenih od droge, oružja, kocke i prostitucije, da usmeravaju u banke i svoje firme na dalekim ostrvima, odakle se tako proprane transferišu u zemlje koje garantuju tajnost ulaganja: Monako, Lihtenštajn, Luksemburg, Andora, Kipar itd. (ofšor centri ili tzv. poreski (fiskalni) rajevi)
 3. Brojne analize MMF-a i Svetske banke upozoravaju na pojavu da se novac od međunarodnih kreditnih institucija namenjen najsiromašnijim i zemljama u razvoju nezakonito prisvaja (nadavni slučaj Bugarske), odlazi na anonimne individualne račune svetskih banaka i nemilice troši od strane vladajuće garniture tih zemalja. Poznati su slučajevi državnika kao što su Mobutu, Bokasa, Markos itd.

3. PRANJE NOVCA U BANKAMA I SISTEMI ZA SPREČAVANJE

Nove informacione tehnologije, fleksibilniji transferi novca, liberali-

zacija međunarodnih finansijskih transfera, veliki broj finansijskih stručnjaka, velika finansijska sredstva kojima raspolaže kriminalni milje, banke koje imaju sve ozbiljnije probleme u održavanju dnevne finansijske likvidnosti, koja im omogućava finansijske plasmane i profit, sve su to okolnosti koje pogoduju i olakšavaju tehnologiju „pranja“ novca, i unos „prljavog“ novca u legalne finansijske tokove.

Pored uobičajenih bankarskih transakcija sa fizičkim licima u menjačnicama, štedno-kreditnim zadrugama i bankama, gde se u skladu sa Zakonom o sprečavanju pranja novca direktno mogu prijaviti sumnjive transakcije, treba ih tražiti i identifikovati u području međubankarskih bezgotovinskih transakcija. Ovakve transakcije nisu objektivni indikatori, tj. materijalno obeležje za prijavljivanje pranja novca, nego subjektivni indikatori.

Međubankarske transakcije kojima se transferišu sredstva iz jedne domaće banke u inostranu banku ili obrnuto, transakcije kojima se obrće veliki novac na računu tokom jednog dana, transferi koji imaju uvek iste aktere, treba da budu subjektivni indikator za pokretanje postupka istrage na temelju Zakona o sprečavanju pranja novca.

U bankama se ti transferi izvršavaju uobičajenim platnim instrumentima loro i nostro doznakama banka banci, a svrha transakcije su ili depoziti ili krediti, bilo da se radi o odobre-

nju ili o povratu sredstava. Sve dnevne transakcije su evidentirane na izvodima deviznih tekućih računa domaćih banaka kod inostranih banaka. Jedna domaća banka ima izvoda toliko koliko ima otvorenih transakcijskih računa u inostranstvu, odnosno sa koliko je banaka uspostavila kontokorentne odnose. MT950 registruje sva odobrenja i sva zaduženja s jednom inostranom bankom. Za svaki radni dan postoji po jedan izvod koji počinje sa zatečenim saldnom od prethodnog dana, i evidentira sve promene koje su se toga dana događale u toj banci. To je zapravo dokument koji dokazuje da je transakcija stvarno izvršena. Ujedno MT 950 je kontrola jesu li svi prilivi i odlivi stvarno izvršeni, jer se svaka stavka MT 950 zatvara sa SWIFT ovlašćenjem za tečenje ili odobrenje računa. Promet izvoda pokazuje koliki je broj transakcija tog dana izvršen i koja je vrednost izvršenih transakcija.

Analizom izvoda računa kod inostrane banke treba posebno obratiti pažnju na transakcije, velike po vrednosti, transakcije koje su pro i kontra u istom danu, kao i da su upućene uvek od istog pošiljaoca. Posle toga treba tražiti dokumente na osnovu kojih je transakcija izvršena. To su dokumenti koji sadrže sva bitna obeležja transakcije i iz kojih se može zaključiti da li je li transakcija opravdana, odnosno ima li pre svega ekonomsku i logičnu opravdanost. Ukoliko transak-

cija pokaže suprotno (banka uzima dugoročni depozit ili kredit za prevremenu otplatu istog takvog kredita ili depozita; uzima dugoročni depozit da bi isti dan odobrila nekoliko kratkoročnih depozita; odobrava kredit i isti dan ga vraća kao udeo u sindiciranom kreditu; odobrava kredit nekoj nepoznatoj kompaniji ili povezanoj osobi koja isti dan prevremeno vraća ranije zaključeni kredit), nesumnjivo su subjektivni indikatori koji ukazuju da se transakcije identifikuju kao sumnjive. S obzirom da su svi ti pokazatelji samo subjektivni indikatori, njihovo prijavljivanje nadležnim institucijama za početak treba da bude isključivo praćenje i istraživanje toka novca, i utvrđivanje da li počinje prikrivanjem pravog izvora novca i da li je pribavljen na nezakonit način u zemlji ili inostranstvu, i ima li izvore u kriminalnom miljeu. Dakle, u ovom slučaju se radi o preduzimanju mera tamo gde je novac već „oprان“.

Radi se o relativno novoj tehnologiji pranja novca i novoj vrsti finansijskog kriminala, koji se zbog specifičnih metoda teško identifikuje i otkriva kao „pranje“ novca. Ovaj kriminalni model finansijske tehnologije pranja prljavog novca osmišljen je upravo u bankama u zemljama jugoistočne Evrope, zbog čega je ovo područje postalo svojevrсна bankarska kriminalna oaza, jer državne institucije tolerišu ovakvu tehnologiju pranja novca iz kriminalnih izvora.

Sam oblik opisanih transakcija ne odstupa od uobičajenih međubankarskih transakcija. To su krediti ili depoziti banka banci, gde suština transakcije nema logični sled, a najmanje ekonomsku opravdanost i cilj. Utvrđivanje suštine transakcije počinje analizom izvoda inostrane banke odobrenja i zaduženja, a zatim analizom svakog instrumenta plaćanja. Posebnu pažnju treba obratiti na platne naloge kojima se izvršava transfer sredstava po kreditno garantnim poslovima sa inostranstvom, ili transfer međubankarskih depozita.

3.1. Tehnologija pranja novca u bankama zemalja zapadnog Balkana

Prema statistikama u zemljama zapadnog Balkana (zemljama bivše Jugoslavije) je preko 90% bankarskog sektora u vlasništvu inostranih banaka, pa je često kreditiranje između banke matice u inostranstvu i banaka u njenom vlasništvu. Procedura realizacije takvih kredita je sledeća.

Banka matica iz inostranstva odobrava kredite i depozite bankama u vlasništvu (npr. u Hrvatskoj). Povezanim kompanijama u Hrvatskoj takođe odobrava kredite na devizne račune banaka u svojem vlasništvu. Broj kredita i depozita je veliki i kontinuirano se krediti i depoziti vraćaju novim zaduženjem. Model finansiranja banke kćeri je stalno vraćanje kredita depozitom, ili de-

pozita kreditom. U opisu svrhe uplate svih povrata stoji prevremena otplata kredita banke kćeri banci matici. Svrha povlačenja novih kredita ili depozita je povoljna ročnost kredita koja je po stvarnom stanju samo tri meseca duža od prevremeno otplaćenog kredita. Izvod tekućeg deviznog računa evidentira sledeće transakcije. Banka matica odobrava kredit banci kćeri u iznosu od 10 miliona evra. Banka kćer istovremeno vraća depozit banci matici u iznosu od 10 miliona evra. Transakcije odobrenja i transakcije zaduženja na izvodu računa su gotovo uvek u ravnoteži i kreću se od 5 miliona do 60 miliona evra u jednom danu. Dokumenti na osnovu kojih su knjiženi izvodi su dugoročni krediti kojima se prevremeno vraća dugoročni depozit čiji povrat ističe samo tri meseca pre nego novoodobreni kredit. Promet odobrenih i vraćenih kredita i depozita u posmatranom periodu od dve godine iznosio je 600 miliona evra. Cena kredita je identična ceni depozita, što potvrđuje da transakcije nemaju ekonomski opravdan i logičan cilj.

Rizično upravljanje likvidnošću banke

Opisane transakcije nemaju neki ekonomski smisao, a analiza učinka takvih transakcija u knjigama banke pokazuje kolikom se riziku izlaže banka. Povezivanjem primljenih kredita i depozita, s prevremeno ot-

plaćenim kreditima i depozitima, ukazuje nam da banka kćer neispravno evidentira izvore finansijskih plasmana u svojim knjigama, i na izlaganje velikom riziku u planiranju likvidnosti. U nastojanju da neprestano prikriva pravu ročnost izvora, može izgubiti kontrolu nad upravljanjem svojom likvidnošću, i ugroziti usklađenost svojih obveza i imovine. Upravo ta visina rizika kojem se banka izlaže, ukazuje na sumnju da je kapital sumnjivog porekla, i da treba preispitati novčane tokove do samog izvora novca s obzirom na količinu novca koji ulazi i izlazi kroz račun, koji tako može narušiti stabilnost, integritet i ugled finansijskog sistema i ugroziti jedinstveno finansijsko tržište.

Model pranja novca putem depozita

Model finansiranja inostrane banke matice i druge banke u njenom vlasništvu je samo finansiranje depozitima koji su dugoročni od minimalno pet do maksimalno jedanaest godina. Transakcije na izvodu deviznog tekućeg računa domaće banke su sledeće.

Banka matica odobrava dugoročni depozit banci kćeri u iznosu od 20 miliona evra. Domaća banka istog dana odobrava kratkoročne aktivne depozite banci matici na njen račun kod banke koja je i doznačila depozit, i depozit banci sa čijeg su računa sredstva transferisana. Ovim modelom se kontinuirano menjaju pasivni i aktivni depoziti

umesto kredita i depozita. Uz to da nema ekonomske opravdanosti ovakvih transakcija, treba se osvrnuti i na funkcioniranje međubankarskih depozita u bankarskoj praksi. Međubankarski depoziti između inostrane i domaće banke zaključuju se od dnevnih do najviše godinu dana, i to je maksimalna ročnost u bankarskoj praksi. Iznos zaključenog depozita zavistan je takođe od platnometnih transakcija između banaka. Sumnjiva transakcija je ako u „zaključnici“ za depozit stoji da je depozit ugovoren na rok duži od godinu dana. Znači, rok povraćaja depozita od deset do dvanaest godina je termin koji je međunarodnoj bankarskoj praksi nepoznat. Broj zaključenih pasivnih depozita je takođe veliki, a pojedinačni iznosi depozita se kreću od 5 miliona pa do 30 miliona evra. Ukupan broj pojedinačnih depozita odobrenih od banke matice domaćoj banci je nešto manji od pola milijarde evra.

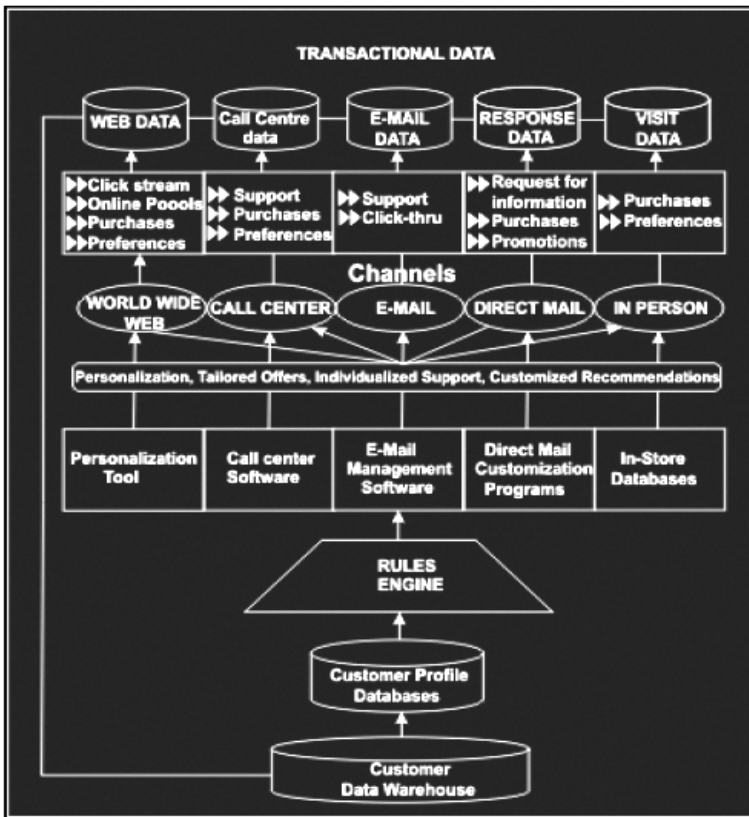
Nameće se potreba da se opisane transakcije u kojima se obrće ogroman kapital između banke matice i banaka u njenom vlasništvu, identifikuju kao sumnjive i da se istraži tok novca od početka do kraja. S obzirom da se takve banke ne pridržavaju tokom kreditiranja nijednog kriterijuma koji kontroliše upravljanje rizicima, to ukazuje na činjenicu da se samo kapital sumnjivog porekla može ulagati bez određenih pravila, jer takav kapital nema za cilj ostvarenje dobiti, već uvlačenje prljavog novca u legalne finansijske tokove.

3.2. Sistemi za sprečavanje pranja novca: AML tehnologija i e-CRM

Poslednje godine XX veka i početak novog milenijuma obeležili su brojni skandali i afere pranja novca u mnogim svetskim bankama (Citibank, Bank of New York), gde su banke bile primorane da plate milionske kazne. Kao rezultat toga javila se po-

većana tražnja za AML (*Anty-Money-Laundering*) softverima, čija je cena u odnosu na milionske penale više nego prihvatljiva. Promene u postojećim zakonima i pritisak države za donošenje nacionalnih zakona protiv pranja novca podstiču ovu tražnju. Zakoni za sprečavanje pranja novca izričito zahtevaju prijavljivanje sumnjivih transakcija, kao i detaljno pre-

Slika 1. Anatomija CRM-a



zentovanje dokumentacije o onome šta je učinjeno nadležnim institucijama – Finansijskim obaveštajnim službama (FOS) ili Upravi za sprečavanje pranja novca.

Vrste AML tehnologija koje se koriste u svetskim bankama su: 1. Filtriranje, 2. Veštačka inteligencija AML, 3. Jednofunkcionalni sistemi, 4. Višefunkcionalni sistemi i 5. Sistemi za upravljanje odnosima sa klijentima (Customer Relationship Management - CRM, e-CRM). U daljem tekstu razmotrićemo CRM koncept i značaj u sprečavanju pranja novca i uopšte u okviru AML tehnologija.

Osnovna ideja CRM-a u bankarstvu je, ne više orijentisanost banke prema uslugama već povećana briga za korisnika. Usluge moraju biti prilagođene ličnim potrebama korisnika usluga. Ovo je danas postalo moguće razvojem baza podataka, koje omogućuju pohranjivanje podataka o pojedinim korisnicima i softvera koji omogućuju analizu i optimalno korišćenje tih podataka. Međutim, CRM nije tehnologija, već poslovni koncept, tj. poslovna filozofija. Osnova uvođenja CRM-a u bankama je promena u načinu razmišljanja prvenstveno najviše rangiranih menadžera, pa do šalteriskih radnika, najnižeg u hijerarhiji banke. Ovo je danas najveći problem kompanija koje su odlučile uvesti ovaj koncept i promeniti način dosadašnjeg poslovanja. Dakle, CRM je tehnološki omogućen, ali to je i logična promena

baš zbog tehničkih mogućnosti koje su korisnici usluga prepoznali. Oni postaju sve zahtevniji i banke koje ne uspeju da preorijentišu svoje poslovanje sa usluge prema korisniku, izgubiće konkurentnost i propašće. Osnovno je, u svakoj bankarskoj instituciji upoznati svoje korisnike usluga, otkriti njihove želje i zahteve. Potrebna je povratna informacija (feedback), jer jednosmernost nije u prirodi informacije. Dakle, prvi korak bi bio prikupljanje informacija o korisnicima usluga, zatim kontinuirani trening zaposlenih. Uvođenje CRM-a je dugotrajan proces, za koji nikada nećemo moći reći da je kompletno završen. Zahtevi korisnika se povećavaju paralelno sa rastom mogućnosti tehnologije, a svest o korisniku kao najvažnijoj karici u lancu treba trajno održavati na najvišem nivou. Koncept CRM-a se razvio tokom ranih 90-ih godina stavljajući u središte unapređenje kanala distribucije i integraciju kanala. Danas CRM je više koncentrisan na predviđanje potreba korisnika, izgradnju korisničkih servisa za pomoć, što povećava zadovoljstvo korisnika, efikasnost kanala i profit (Srića, Muller, 2005).

Postavlja se pitanje kako se ovo i približno odnosi na pranje novca i AML sisteme? Odnosi se u velikoj meri. Naime, jedan od osnovnih postulata savremenom pristupu sprečavanju pranja novca u bankama

jeste princip UPOZNAJ SVOJE KLIJENTE (Know Your Customers – KYC). Ovo se efikasno postiže primenom CRM koncepta u poslovanju banke i instaliranjem elektronskih sistema za podršku CRM (e-CRM).. Anatomija CRM arhitekture je vrlo kompleksna. Pomoću sledeće sheme pokušaćemo opisati njene osnovne komponente i procese. (Panian, Klepac, 2003).

Transakcijska baza. CRM arhitektura uvek počinje sa transakcijskom bazom na vrhu, koja prikuplja podatke iz različitih dodirnih tačaka (touchpoint). Podaci treba da budu spremljeni u posebne transakcijske baze, za svaki touchpoint. Ovi touchpointi uključuju web, e-mail, telefon, lični kontakt i direktnu poštu. Pomoću njih telekomunikacijska kompanija treba da prikupi što je moguće više informacija o korisnicima usluga. Te informacije će poslužiti kao baza za buduću personalizaciju korisnika.

Skladište podataka o klijentima (Customer Data Warehouse). Customer Data Warehouse je analitička osnova CRM arhitekture. Transakcijska baza transformiše podatke iz različitih touchpointa i prosleđuje ih do data warehouse. Tu se podaci pridružuju, već pripremljenim demografskim podacima o korisniku i započinje proces analize.

Analitički procesi (Analytical Proces). Kada su podaci smešteni u u warehouse bazu mogu početi različite

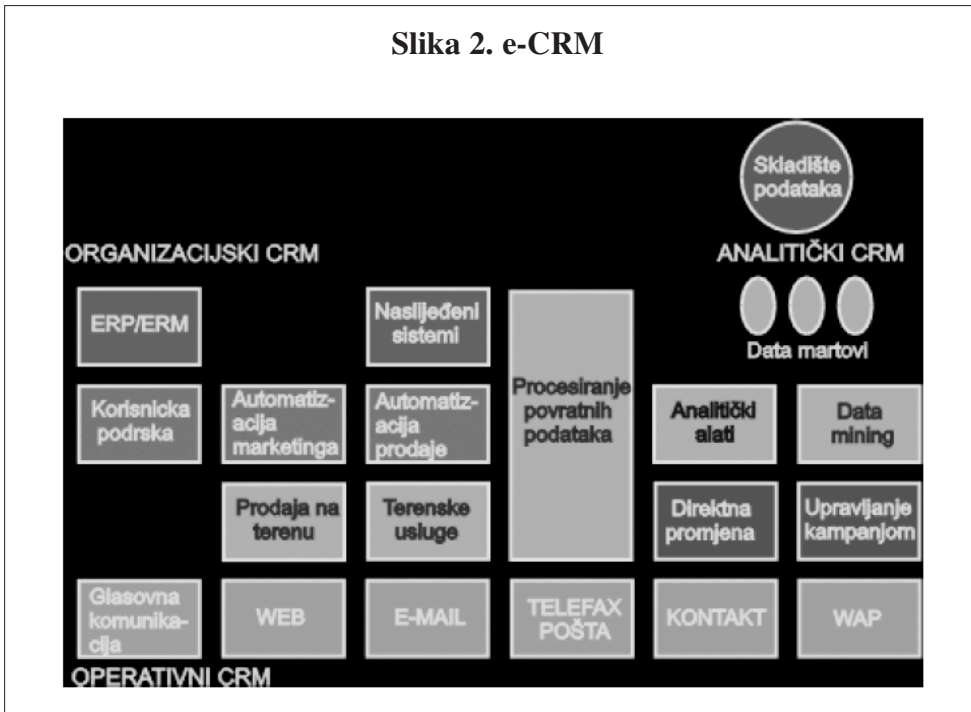
analize koje će pomoći da kompanija otkrije profil korisnika.

Baza profila klijenata (Customer Profil Database). Customer Profile Database obuhvata prerađene podatke korisniku koji će poslužiti kao baza za personalizaciju svakog korisnika. Dakle, o svakom korisniku će postojati dve vrste podataka. U jednu grupu spadaju demografski podaci kao što su: starosno doba, imovinsko stanje, adresa i lični interesi. U drugu grupu spadaju podaci dobijeni iz analitičkih procesa, kao što su verovatnoća da će reagovati na određenu ponudu ili koju uslugu bi cenili. Dakle, ovde su potrebne sve informacije koje će pomoći da shvatimo korisnika i prilagodimo svoju ponudu njegovim potrebama.

Rules Engine i Softverski kanali. Rules Engine tehnologija obavlja praćenje informacija s mogućnošću da lako pređe iz jednostavnih integracionih sistema na velike količine kompleksnih transakcija, sve u zavisnosti od potrebe. Rules Engine i softverski kanali će raditi zajedno da bi izradili personalizovanu ponudu za korisnika. Rules Engine treba da bude dinamičan, a ne statičan, treba da bude fleksibilan i da se menja u skladu sa korisničkim profilom baziranom na rezultatima analize. Treba da se stalno razvija i da koristi analitičke modele za oblikovanje različitih sadržaja i ponuda.

Zatvaranje petlje. Personalizovana ponuda ili personalizovani sadržaj

Slika 2. e-CRM



je dostavljen kroz jedan kanal, korisnikov odgovor i interakcija na taj sadržaj zatvaraju petlju. Ova interakcija dovodi do razmene podataka koji se ponovo vraćaju u korisničku data warehouse da bi započeo novi proces personalizacije.

Usvajanje sistema CRM u finansijskim kompanijama zahteva zajednički rad na tri područja: organizacionom, operativnom i analitičkom. Svako područje obuhvata deo jedne poslovne aktivnosti, koja za izvršenje zahteva podršku informacionih rešenja. Za efikasno korišćenje CRM rešenja, sa namenom pridobijanja i zadržavanja korisnika i poboljšanja odnosa s njima, potrebna je prisutnost svih pomenutih

područja CRM-a: operativnog, organizacionog i analitičkog.

3. TRENDOWI I PERSPEKTIVE U SRBIJI

Početak kreiranja sistema za borbu protiv pranja novca u Srbiji vezuje se za donošenje prvog Zakona o sprečavanju pranja novca 2001. godine, a primenjuje se od 1. jula 2002. godine. Tim zakonom, donetim na nivou tadašnje države SRJ, a koji se nije primenjivao u Crnoj Gori i na Kosovu, kao pranje novca inkriminisane su bile određene aktivnosti koje u teoriji ne mogu da se podvedu pod taj termin. Pored krivičnog dela pranja

novca, bile su propisane i određene preventivne mere kao što su obavezna identifikacija klijenta kod finansijskih institucija, prijavljivanje gotovinskih i sumnjivih transakcija itd.

Nedostaci u oblasti krivično-pravnog definisanja pranja novca ispravljani su stupanjem na snagu Krivičnog zakonika Republike Srbije, 1. januara 2006. godine, dok su novine u delu sistema koji se odnosi na prevenciju uvedene donošenjem Zakona o sprečavanju pranja novca koji je sada na snazi, a stupio je na snagu 10. decembra 2005. godine. Finansiranje terorizma je prvi put u našem pravnom sistemu inkriminisano u članu 393. Krivičnog zakonika. Postoji određena nesaglasnost pomenute inkriminacije sa definicijom krivičnog dela koju donosi Konvencija o suzbijanju finansiranja terorizma, ali ipak, do donošenja neophodnih izmena, državni organi imaju pravni osnov da deluju protiv terorizma i na planu njegovog finansiranja (Milovanović, 2007, str.13).

U Srbiji, koja se nalazi na takozvanom Balkanskom putu droge, i dalje postoje trgovina drogom, ljudima, oružjem, piraterija, pranje novca i druge kriminalne aktivnosti, navodi se u više izveštaju američkog Stejt departamenta o borbi protiv trgovine narkoticima i pranja novca. Srbija je „kriminalizacijom pranja novca i osnivanjem posebnih službi finansijske policije zabeležila značajan napredak u borbi protiv korupcije i finansijskog krimi-

nala, ali da pred njom i dalje stoji dosta posla”, piše u izveštajima. Navodi se da u zemlji i dalje postoji značajno sivo tržište za krijumčarenu robu. Ipak, prihodi od trgovine narkoticima obično se ne ulažu u to tržište. Mnogo je uobičajenije da se novac od droge pere na tržištu nekretnina, što je jedan od najpopularnijih načina legalizacije prihoda od kriminala. Utaja poreza i pranje novca kroz trgovačke transakcije, pomoću izdavanja viših ili nižih faktura, takođe su jedan od uobičajenih načina pranja novca.

Zvanične vlasti u Srbiji, kako se navodi u jednom od izveštaja, procenjuju da većina prihoda od trgovine drogom, koji se peru u Srbiji, potiču od delatnosti takozvanih crnogorske i kosovske narko-mafije.

Američka administracija u svojim izveštajima preporučuje Srbiji da proširi svoje zakonodavstvo u oblasti suzbijanja pranja novca, kako bi obuhvatilo sve ozbiljnije kriminalne aktivnosti i da ojača obavezu prijavljivanja sumnjivih transakcija.

Susednoj zemlji, Crnoj Gori se preporučuje da takođe proširi nadležnost svog zakona u toj oblasti, kao i da obavezu prijavljivanja sumnjivih transakcija nametne i nebankarskim finansijskim ustanovama i posrednicima.

Uprava za sprečavanje pranja novca je finansijska obaveštajna služba (FOS – FIU – *Financial Intelligence Unit*) Republike Srbije, nadležna za sprovođenje *Zakona o*

sprečavanju pranja novca. Uprava prikuplja, analizira i čuva podatke i informacije dobijene od obveznika. U slučaju kada utvrdi da u vezi nekog lica ili transakcije postoji sumnja da se radi o pranju novca, Uprava obaveštava nadležne državne organe (policija, pravosudni i inspekcijski organi), radi preduzimanja radnji i mera iz njihove nadležnosti. Pranje novca je proces prikrivanja nezakonitog porekla novca ili imovine stečenih kriminalom. U slučajevima kada je imovinska korist stečena izvršenjem krivičnog dela, kriminalac ili organizovana kriminalna grupa, traže način da koriste stečeni novac ili imovinu tako da svojim aktivnostima ne privlače pažnju nadležnih organa. Stoga vrše čitav niz transakcija s krajnjim ciljem da se navedeni novac ili imovina prikažu kao zakonito stečeni. Novac u ovom procesu često menja svoj oblik i prebacu-

je se s jednog na drugo mesto. Pranje novca je proces koji prevazilazi nacionalne granice, te i mehanizmi borbe protiv ovog oblika kriminala moraju imati međunarodni karakter.

Na međunarodnom planu, Uprava aktivno učestvuje u radu Manivala (*Moneyval*), jednog od komiteta Saveta Evrope koji okuplja stručnjake za problematiku sprečavanja pranja novca i koji funkcioniše na principu uzajamnih evaluacija država-članica. Uprava je član i međunarodnog udruženja finansijskih obaveštajnih službi – Egmont grupe od jula 2003. godine. Članstvo je potvrda da je Uprava zadovoljila međunarodno priznate kriterijume i da je u mogućnosti da efikasno i sigurno razmenjuje finansijske obaveštajne podatke sa srodnim institucijama širom sveta. Svi razmenjeni podaci imaju karakter službene tajne i mogu se ko-

Tabela 3. Izveštaj FOS RS (2002-2005)

Godina	01/07/2002 31/12/2002	2003	2004	01/01/2005 14/06/2005	UKUPNO
Izveštaji o gotovinskim transakcijama	18379	83696	109684	64507	276266
Izveštaji od carine	569	18329	13494	5511	37903
Izveštaji od banaka	17810	65367	96190	58996	238363
Izveštaji o sumnjivim transakcijama	14	120	253	122	509

ristiti samo u svrhe i na način propisan zakonom.

Uprava, takođe, nastoji da u saradnji sa drugim državnim organima i obveznicima utvrdi potrebe za daljom obukom, koja se realizuje kroz seminare i radionice, a ima za cilj uspešnijiu primenu zakona u svim njegovim aspektima. Uprava za sprečavanje pranja novca teži da u saradnji s drugim državnim organima doprinese jačanju sistema za otkrivanje i sprečavanje pranja novca u Srbiji i očuvanju integriteta finansijskog sistema države. Srpska služba za sprečavanje pranja novca kao finansijsko-obaveštajna jedinica administrativnog tipa sastoji se od Odeljenja za prevenciju i Odeljenja za analitiku, koji se po svojoj organizaciji razlikuju, ali ih povezuju poslovi koji se u određenoj meri prepliću. Dobra prevencija osigurava edukaciju obveznika, što će kao rezultat dati kvalitet i kvantitet prijavljenih transakcija, *off site* nadzor na vreme će upozoriti obveznike na nepravilnosti u postupanju, a dobra informatička platforma (AML i e-CRM) učiniće sve informacije dostupnim u što kraćem roku, a njihovu analizu što preglednijom. Kvalitet dobijenih podataka, odnosno dostavljanje transakcija od strane obveznika zasnovana na proceni rizika od pranja novca i finansiranja terorizma daće dobar rad analitičke službe, što se ogleda u izradi sadržajnih obaveštenja o sumnjivim transakcijama koje FOS dostavlja nadležnim

telima radi dalje obrade. Konačno, ono što vredi posebno istaći jeste stvaranje „pametnih prepreka” i saradnja svih tela na području prevencije i represije, kako unutar zemlje, tako i sa inostranstvom, što je od ključnog značaja i jedan je od najefikasnijih načina sprečavanja novih mogućnosti pranja novca i finansiranja terorizma koje otvara globalizacija.

4. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Problem koji postoji u ovom trenutku u Srbiji je to što je sudska praksa u oblasti pranja novca veoma siromašna. Jačanje svesti putem stručnog osposobljavanja i usavršavanja o mogućnostima koje pruža borba protiv pranja novca u borbi protiv organizovanog kriminala i podizanje svesti o načinima na koje se može pristupiti tom poslu predstavlja jedini način za uspeh u toj oblasti. U obuku se moraju uključiti svi učesnici u sistemu borbe protiv pranja novca i finansiranja terorizma, a obuka mora biti stalna i institucionalizovana. Nacrt strategije za borbu protiv pranja novca i finansiranja terorizma predviđa takve korake.⁹ Kada će navedeni tekst biti usvo-

⁹ „Radna verzija Nacrta nacionalne strategije za borbu protiv pranja novca i finansiranja terorizma”, Uprava za sprečavanje pranja novca, Internet, <http://www.fcqml.org.yu>, str. 22-23.

Tabela 1. Efekti borbe protiv pranja novca u Hrvatskoj

	1997–2005. (8 godina)	2006–2007. (2 godine)
Pokrenute istrage	32	35
Podignute optužnice	13	25
Donete presude	5	8

Izvor: M.Milovanović, 2008, str. 35.

jen i na koji način će biti implementiran ostaje da se vidi, a očekuje se da će nedostatak finansijskih sredstava biti najveća prepreka efikasnoj primeni strategije. O očiglednom i merljivom napretku koji je došao kao posledica intenzivnog treninga govori i nedavno iskustvo Hrvatske. U tabelarnom pregledu statističkih podataka o pokrenutim istragama, podignutim optužnicama i donetim presudama u navedenoj državi, vidi se da je za samo dve godine urađeno mnogo više nego za prethodnih osam godina.

Kako je Hrvatska ostvarila ove rezultate? Napredak je došao kao posledica više od 50 održanih seminara i radionica u kojima su učestvovali predstavnici svih državnih organa, u periodu od godinu i po dana. Iako se, na osnovu ovako šturih podataka ne može govoriti o kvalitetu obuke i kvalitetu slučajeva očigledno je da je do napretka došlo. Mora se pomenuti da je to sve koštalo mnogo novca, tačnije 800 000 evra.

U Republici Srbiji je od 2006. godine pa do danas održana serija stručnih seminara na ovu temu, pod okriljem Saveta Evrope. Takođe, moraju se pohvaliti i naponi FOS, Ministarstva finansija, MUP-a, kao i Udruženja banaka Srbije po pitanju stručne edukacije o sprečavanju pranja novca i komplajansa u bankama. Po mišljenju ovog autora, koji u potpunosti prihvata zaključke R. Klasensa (2006), problem predstavljaju LJUDI koji rade u finansijskim i nefinansijskim institucijama i delatnostima koje su pogođene ubacivanjem tzv. „prljavog“ novca. Rešenje se nalazi ne samo u stručnim seminarima na temu ekonomskog kriminala, veći u organizovanju seminara i jačanja svesti zaposlenih i svih građana Srbije o poslovnoj etici, jačanju društvenih vrednosti i primeni principa korporativne društvene odgovornosti uopšte. Smatramo da je Srbija na dobrom putu, samim tim što je uključena preko svoje Uprave u rad međunarodnih organiza-

cija koje se bave ovim problemom i što se približava članstvu u EU. Ali, opet ponavljamo da, uprkos nestabilnoj političkoj situaciji, Srbija i njeni građani moraju podići svest o etici i društvenoj odgovornosti kako pojedina, tako i kompanija, što će biti jedan od najznačajnijih činilaca uspešne borbe protiv pranja novca i finansijskog kriminala uopšte.

Posmatrano sa stanovišta borbe protiv pranja novca u finansijskim kompanijama, savremeni pristup klijentu banke uz korišćenje visokotehnoloških CRM alata predstavlja osnovu uspešnog sprovođenja KYC pristupa u okviru sprečavanja pranja novca, s jedne strane, i efikasan strateški pristup u očuvanju klijenata i konkurentnosti na bankarskom tržištu, sa druge strane. Savremeni CRM sistemi nude interfejs koji štiti korisnika i prodajnom osoblju banke omogućavaju identifikaciju i rangiranje najprofitabilnijih kupaca/klijenata. U tom smislu, efikasno instalirani sistemi CRM-a predstavljaju osnovu i strateški model za dugoročno unapređenje sistema kontrole bankarskih transakcija i sistema sprečavanja pranja novca, tj. AML tehnologija. Ovo je od posebne važnosti za zemlje u razvoju i tranziciji, gde posluje veliki broj banaka i gde su u poslednje vreme aktuelni procesi privlačenja što većeg broja klijenata, kao i procesi vezani za suzbijanje različitih vrsta finansijskog kriminala. Opstaće samo

one banke koje nauče kako da usluže klijente i one koje se efikasno zaštite od različitih vrsta zloupotreba njihovih klijenata i zaposlenih. Stoga, za sve ove zemlje i njihove finansijske institucije AML tehnologije podržane CRM sistemima uveliko dobijaju na značaju i imaju dodatnu vrednost.

LITERATURA

- 1) Bartlett, B.L. (2002) *Negative Effects of Money Laundering on Economic Development*, Economic Research Report for Regional Technical Assistance Project „Countering Money Laundering in The Asian and Pacific Region”, The Asian Development Bank, <http://adb.org>
- 2) Blunden, B. (2001) *The Money Launderers: How They Do It, and How to Catch Them at It*, Management Books, Chalford
- 3) Claessens R. (2000) *Money Laundering*, Grad, Zagreb
- 4) Condemi, M., De Pasquale, F. (2005) *International profiles of the activity to pre-vent and combat money laundering*, Grad, Zagreb
- 5) DeGabrielle, C. (2001) „Međunarodni naponi Sjedinjenih Američkih Država u borbi protiv pranja novca”. Hrvatski ljetopis za kazneno-pravo i praksu, 8 (2), ss. 192-202.
- 6) Galbraith J., K. 1978) *Novac:*

- odakle je došao, kamo je otišao*, Stvarnost, Zagreb
- 7) Giunio, M. (1998) „*Mjere za sprječavanje pranja novca*”. Slobodno poduzetništvo, (8), str. 40.
- 8) Klasens, R. (2006), *Sprečavanje pranja novca*, UBS, Beograd
- 9) Lilley, P., 2000. *Dirty Dealing: The Untold Truth About Global Money Laundering*, Kogan Page, London
- 10) Madinger J., Zalopany S., (1999) *Money Laundering. A Guide for Criminal Investigators*. Grad, Zagreb
- 11) Maros, I., (1999) „*Uloga i ovlasti Ureda za sprječavanje pranja novca*”, Policija i sigurnost, br. 3-4, ss. 241-242.
- 12) Milovanović, M. (2007), „*Aktuelni trenutak u kreiranju sistema za borbu protiv pranja novca i finansiranja terorizma*”, Revija za bezbednost, br. 5, Centar za bezbedonosne studije, Beograd, ss. 5-19.
- 13) Milovanović, M. (2008), „*Pranje novca: neka otvorena pitanja*”, Revija za bezbednost, br.5, Centar za bezbedonosne studije, Beograd, ss. 32-37.
- 14) Prvulović, V.(2002), *Ekonomska diplomatija*, Megatrend univerzitet, Beograd
- 15) „*Radna verzija Nacrta nacionalne strategije za borbu protiv pranja novca i finansiranja terorizma*”, Uprava za sprečavanje pranja novca, Internet, <http://www.fcpml.org.yu> , ss. 22-23.
- 16) Srića, V., Muller, J. (2005): *Upravljanje odnosom s klijentima*, Delfin, Zagreb
- 17) Panian, Ž, Klepac, G.(2003): *Poslovna inteligencija*, Masmedia, Zagreb
- 18) www.fatf-gafi.org

PORESKI PODSTICAJI I ULAGANJE STRANOG KAPITALA

Miodrag ARSIĆ
Samostalni konsultant, Beograd

UVOD

Poreski podsticaji su mere preferencijalnog poreskog tretmana koje zemlje odobravaju investitorima u cilju stimuliranja ulaganja kapitala, posebno stranog kapitala. Ove mere se odobravaju u vidu izuzimanja od oporezivanja ili u vidu umanjenja poreskog opterećenja, na osnovu posebnih pravila koja odstupaju od opšteg režima oporezivanja i imaju utoliko veći značaj ukoliko je ovo opterećenje veće.

Poreski podsticaji su mere koje imaju za cilj da povećaju dobit i smanje rizik investitora i da tako utiču na donošenje odluke o ulaganju kapitala u određenu zemlju.

Liberalizacija kretanja kapitala (ukidanje i ograničavanje mera restrikcija) i izjednačavanje investicionih režima u sve većem broju zemalja, doveli su do porasta značaja poreskih podsticaja jer međunarodni investitori ulažu kapital u zemlje u kojima je dobit veća, a rizik manji.

Poreski podsticaji se primenjuju posle Drugog svetskog rata kada je poresko opterećenje dostiglo značajne razmere, pa je bilo potrebno naći adekvatne mere za njegovo smanjenje. Ovi podsticaji su bili u širokoj primeni u periodu između 1950. i 1960. godine, ali je praksa pokazala da su rezultati ove primene vrlo skromni, odnosno da nisu u skladu sa očekivanjima i planiranim ciljevima. Zbog toga su, naročito u razvijenim zemljama, izgubili na značaju. Međutim, zemlje u razvoju i u tranziciji i dalje primenjuju poreske podsticaje radi obezbeđenja povoljnog položaja na međunarodnom tržištu kapitala i stimuliranja stranog investiranja. Ove zemlje su spremne da stranim investitorima odobre poreske podsticaje ako procene da je pozitivan efekat njihovog ulaganja kapitala u domaću privredu veći i značajniji od privremeno izgubljenih poreskih prihoda. Ovo utoliko pre što strano investiranje obezbeđuje dugoročno povećanje po-

reskog kapaciteta privrede i budućih poreskih prihoda. Navedene zemlje su posebno spremne da odobre poreske podsticaje ako stranim investitorima ne mogu da obezbede druge prednosti, jer su uslovi investiranja i poslovanja u njihovima privredama isti ili slični kao i u drugim zemljama u razvoju i u tranziciji. Zbog toga ove zemlje, u određenim situacijama, poreske podsticaje koriste kao kompenzaciju za nepovoljne uslove investiranja usled neadekvatnog ekonomskog i društvenog (političnog) sistema.

Međutim, zemlje u razvoju i u tranziciji su manje spremne da stranim investitorima obezbede poreske podsticaje ako imaju određene prednosti u vidu prirodnih bogatstava ili geografske (saobraćajne) lokacije.

S obzirom na izloženo, potrebno je da svaka zemlja, pri određivanju i regulisanju poreskih podsticaja svestrano analizira i proceni prednosti i nedostatke koje oni mogu imati za razvoj njene privrede, precizno odredi ciljeve i vrste poreskih podsticaja, kao i uslove i sredstva koji su potrebni za njihovu efikasnu primenu i kontrolu. Pored toga, mora da vodi računa o uticaju mera poreskih podsticaja na celokupnu privredu i na adekvatnu alokaciju kapitala. Posebno je važno da se generalno ne precenjuje značaj poreskih podsticaja, s obzirom da su za strane investitore značajni i ostali faktori investicione klime određene zemlje.

PREDNOSTI PORESKIH PODSTICAJA

Prednosti poreskih podsticaja se sastoje u tome da zemlji uvoznici kapitala, odnosno zemlji u razvoju i u tranziciji omogućuju transformaciju i strukturno prilagođavanje privrede tržišnoj ekonomiji, kao i realizaciju sledećih značajnih ciljeva:

Stimuliranje stranog investiranja

Poreski podsticaji stimuliraju ulaganje stranog kapitala u određenu zemlju do koga ne bi došlo ili bi bilo u nedovoljnoj meri da poreski sistem te zemlje nije predvideo njihovu primenu.

Strane investicije obezbeđuju priliv kapitala koji je bitan uslov za ekonomski razvoj, koji zemlje u razvoju i u tranziciji nisu u mogućnosti da obezbede iz sopstvenih izvora. Ovaj priliv omogućuje da se, bez zaduživanja, kompenzira razlika između domaće akumulacije i štednje i kapitala potrebnog za investiranje.

U vezi s tim, ukazuje se na potrebu selektivnog odabiranja stranih investitora kako se poreski podsticaji ne bi odobrivali investitorima koji kapital ulažu samo dok imaju pravo na njihovo korišćenje, a zatim ga povlače ne ostavljajući ništa od trajnije vrednosti u zemlji investiranja.

Transfer tehnologije

Zemlje u razvoju i u tranziciji imaju velike potrebe za uvozom savremene tehnologije i opreme koje su bitan uslov

za modernizaciju i razvoj njihove privrede. S obzirom da nisu u mogućnosti da ovaj uvoz same finansiraju neophodno je da se potrebna sredstva obezbede putem stranog investiranja.

Regionalan razvoj

Ubrzani razvoj nerazvijenih regionalna zemlje i dislociranje ekonomskih aktivnosti van razvijenih područja u cilju otklanjanja regionalnih razlika i stimuliranja opšteg i ravnomernog razvoja zemlje.

Poboljšanje međunarodne konkurentnosti

Intencija poreskih podsticaja je da se pokaže zainteresovanost zemlje za strani kapital time što je spremna da stranim investitorima obezbeđuje uslove povoljnije od drugih zemalja. Poreski podsticaji su nužnost jer ih obezbeđuju i druge zemlje i zbog toga postoji stalan pritisak da se obezbedi sistem poreskih podsticaja koji je povoljniji ili je jednak sistemu koji su uvele druge, a naročito susedne zemlje. U suprotnom, uz izostanak stranog investiranja, dolazi i do odliva domaćeg kapitala.

Razvijanje privrede

Poreski podsticaji stimuliraju investitore da ulažu u razvoj prioriternih sektora privrede u efikasnije poslovanje postojećih preduzeća i u osnivanje novih preduzeća s ciljem da budu međunarodno konkurentna.

Povećano zapošljavanje

Poreski podsticaji bi, takođe, trebalo da obezbede nova radna mesta i povećano zapošljavanje u zemljama s viškom radne snage.

NEDOSTACI PORESKIH PODSTICAJA

Osnovni nedostatak poreskih podsticaja sastoji se u izgubljenim poreskim prihodima koji su neophodni za finansiranje javne potrošnje. Pored ovog osnovnog nedostatka, postoje i drugi koji imaju negativno dejstvo i bitno utiču na efikasnost poreskih podsticaja.

Smanjenje poreskih prihoda

Osnovna funkcija poreskih sistema je da obezbede javne prihode potrebne za finansiranje potrošnje. Ova funkcija bi trebalo da se realizuje uz minimalne negativne uticaje na efikasnost privređivanja, jer oporezivanje prouzrokuje značajne administrativne troškove u vezi s utvrđivanjem i naplatom poreskih obaveza i to kako za poresku administraciju, tako i za poreske obveznike. Poreski podsticaji značajno povećavaju ove troškove i umanjuju poreske prihode.

Iskustvo zemalja-članica OECD-a ukazuje da poreski podsticaji smanjuju mogućnost realnog predviđanja poreskih prihoda uopšte, a posebno od poreza na dobit preduzeća. Poreski podsticaji dovode do toga da je

oporeziv dohodak preduzeća manji od dohotka koji su prijavili u finansijskim izveštajima. U određenim slučajevima, oporeziv dohodak može biti čak i negativan iako je preduzeće ostvarilo dobit. Ovo dovodi do situacije da preduzeća ne podležu oporezivanju u periodu od više godina i da se neiskorišćena prava na odbitke i poreske kredite akumuliraju. Takva situacija dovodi do nestabilnosti poreskih prihoda i do nemogućnosti njihovog realnog planiranja. Iskustvo ovih zemalja ukazuje da je korišćenje poreskih podsticaja skup način stimuliranja investiranja, jer je povećanje dobiti po osnovu stranog investiranja znatno manje od izgubljenih prihoda zbog primene poreskih podsticaja.

Smanjene poreske prihode zbog toga što investitori sa preferencijalnim poreskim tretmanom uopšte ne plaćaju ili plaćaju umanjen porez, moraju da kompenziraju poreski obveznici koji nemaju pravo na poreske podsticaje. Oni to čine time što plaćaju veći porez, a to destimulativno deluje na investitore koji nemaju preferencijalni poreski tretman. Strani investitori preferiraju zemlje s nižim poreskim stopama i malim brojem poreskih podsticaja u odnosu na zemlje s visokim poreskim stopama i razvijenim sistemom poreskih podsticaja zato što im takav pristup obezbeđuje jednostavniji i predvidljivi poreski sistem i uliva povere-

nje da njihov investicioni projekat neće biti nepovoljnije tretiran od projekata drugih stranih i domaćih konkurenata.

Povećanje državnog intervencionizma u privredi

Poreski podsticaji dovode do smanjene uloge tržišta i njegovih zakonitosti, jer čine da je poreski faktor odlučujući činilac pri donošenju investicionih odluka. Ovo nije u skladu sa savremenim trendom eliminisanja ekonomskih distorzija zbog primene brojnih poreskih podsticaja, kao i s tendencijom smanjivanja uloge državnog intervencionizma koji je karakterističan za plansku privredu.

NEŽELJENI I ŠTETNI EFEKTI

Poreski podsticaji mogu da imaju neželjene efekte, koji nisu u skladu sa očekivanim posledicama i željenim ciljevima i zbog toga se moraju pažljivo uzeti u obzir pri njihovom koncipiranju.

Očigledan primer za to je odobravanje poreskih oslobođenja i olakšica u cilju nabavke moderne opreme (kompjuterizovanih i automatskih mašina) radi unapređenja industrijske proizvodnje i produktivnosti u zemlji s visokom stopom nezaposlenosti. Posledica primene ovih poreskih podsticaja je povećano investiranje u takvu opremu uz porast nezaposlenosti, koja je i inače karakteristična za zemlje u razvoju i u tranziciji.

Tendencija multipliciranja

Poreski podsticaji odobreni jednoj privrednoj grani dovode do multipliciranih zahteva za odobravanje istih ili sličnih podsticaja i drugim privrednim granama. Ovo ima za posledicu veliki broj poreskih podsticaja koji, usled svog interaktivnog uticaja, često imaju suprotno ili poništavajuće dejstvo. Ukazuje se da je uvođenje i odobravanje poreskih podsticaja vrlo često rezultat političkih pritisaka i uticaja, a ne ekonomski opravdanih razloga i ciljeva. Ovo ima za posledicu nejednake i poremećene uslove privređivanja i neefikasnu alokaciju kapitala.

Pored toga, izuzetno je teško da se odustane od već uvedenih poreskih podsticaja, posle prestanka potrebe za njihovim daljim postojanjem, jer investitori to ocenjuju kao signal da zemlja odustaje od datih pogodnosti i obećanja.

Ograničeno pozitivno dejstvo

Poreski podsticaji često privlače neželjenu vrstu investitora, odnosno investitore koji kapital ulažu samo dok podsticaji postoje. Ovi investitori povlače uloženi kapital čim se poreski podsticaji ukinu, ne ostavljajući ništa od trajnije vrednosti u zemlji investiranja. I u slučaju kada strane investicije donose dugoročnu korist one su često koncentrisane samo na razvoj užeg regiona ili malog sektora privrede, pa zbog toga imaju mali efekat na celokupnu privredu zemlje.

Neadekvatna primena poreskih podsticaja

Jedan od najznačajnijih nedostataka primene poreskih podsticaja je što se primenjuju i kada to nije potrebno, odnosno kod izuzetno profitabilnih projekata kod kojih je dobit od investiranog kapitala tako visoka da bi investitor izvršio ulaganje i bez njihove primene. U tom slučaju, primena poreskih podsticaja nije opravdana i dovodi do nepotrebnog gubitka poreskih prihoda za zemlju uvoznicu kapitala.

Neefikasna alokacija kapitala

Favorizovanje ulaganja kapitala u određene sektore privrede, primenom poreskih podsticaja, često dovodi do neefikasne alokacije kapitala, odnosno do ekonomski neracionalnog i neproduktivnog investiranja koje za prvenstven cilj ima minimiziranje poreske obaveze, a ne ostvarivanje maksimalne dobiti. Zbog toga ovo favorizovanje može da ima za posledicu investiranje koje ima efekat suprotan od planiranog i to kako za investitora, tako i za zemlju investiranja (stimuliranje kratkoročnih umesto dugoročnih investiranja).

Komplikovanost poreskog sistema i teškoće u primeni

Poreski podsticaji prouzrokuju komplikovanost poreskog sistema, jer su u određenim slučajevima potrebne složene mere i postupci da bi se oni primenili na određene privredne obla-

sti i usmerili na željene ciljeve. Te mere i postupci se često naknadno menjaju i koriguju što još više komplikuje poreski sistem. Komplikovanost čini da je poreski sistem nepogodan za primenu, utiče na efikasnost rada poreske administracije i povećava obaveze i troškove kako ove administracije, tako i poreskih obveznika. Pored toga, komplikovanost dovodi do različite i arbitrarne primene poreskog sistema što još više umanjuje korist od poreskih stimulacija i podstiče korupciju.

Narušavanje principa jednakog poreskog tretmana

Poreske podsticaje bi trebalo jednako primenjivati na sve investitore kako bi se izbegla distorzija uslova ulaganja kapitala i obezbedio jednak poreski tretman.

Međutim, poreski podsticaji su mere koje se selektivno odobravaju za ulaganje kapitala u određene privredne oblasti ili regione i zbog toga se investitori tretiraju različito, a to narušava princip poreske jednakosti, odnosno princip plaćanja poreza srazmerno poreskoj snazi. Povlašćeni tretman određenih kategorija investitora dovodi do diskriminacije ostalih investitora, koji zbog toga plaćaju povećane poreske obaveze. Nejednak poreski tretman, zbog primene poreskih podsticaja, ima za posledicu otpor i povećan obim poreske evazije kod diskriminiranih investitora.

Zemlje u razvoju i u tranziciji vrlo često poreske podsticaje odobravaju samo stranim investitorima, a to predstavlja diskriminaciju domaćih investitora i otežava njihov razvoj. Oporezivanje bi trebalo da deluje neutralno na sve investitore i nije opravdano da za istu vrstu investicija domaći investitor bude poreski nepovoljnije tretiran. Iz tog razloga domaći investitori transferišu kapital u inostranstvo, a zatim ga vraćaju i investiraju u vidu stranog ulaganja, prikazujući ga fiktivno kao strani kapital. Pored toga, dovodi ih u situaciju da traže stranog partnera i kada to nije racionalno i opravdano.

Nejednak poreski tretman investitora nastaje i kao posledica arbitrarne primene poreskih podsticaja. Odobranje ovih podsticaja se vrši kroz pregovore između stranog investitora i odgovarajućeg ministarstva, koji se često vode na osnovu diskrecione procene, a ne na osnovu objektivnih i na zakonu zasnovanih kriterijuma koji se konzistentno primenjuju. Ovo dovodi do diskriminacije i do posebnog poreskog tretmana za pojedine investitore čak i kada kapital, kao i ostali investitori, ulažu u slične projekte i u okviru iste industrijske grane. Navedenu praksu potrebno je eliminisati i omogućiti detaljno informisanje o odobrenim poreskim podsticajima sa odgovarajućim obrazloženjima i razlozima. Na taj način obezbeđuje se povećanje i sigurnost stranih investitora da

se poreski podsticaji na sve jednako primenjuju i u skladu sa uslovima koji su u potpunosti regulisani zakonom.

Evazija poreza

Poreski podsticaji, posebno ako su brojni, stvaraju mogućnost za eroziju poreskih prihoda putem poreskog planiranja. Ovo planiranje omogućuje investitorima da u cilju izbegavanja poreske obaveze i poreske evazije manipulišu s poreskim bilansom i transfernim cenama. Tako, na primer, u slučaju poreskog oslobođenja, dobit se prikazuje u periodu važenja ovog oslobođenja, a troškovi i gubici se, u okviru istog preduzeća, prikazuju u godinama kada je ono prestalo da se primenjuje i investitor podleže oporezivanju. Isto tako, u cilju smanjivanja poreske obaveze, investitori usmeravaju dobit u preduzeća koja imaju pravo na poresko oslobođenje, a troškove koji se priznaju prilikom određivanja poreske osnovice i gubitke u povezana preduzeća koja nisu oslobođena od oporezivanja. Strani investitori, u slučaju visokog oporezivanja u zemlji ulaganja kapitala, takođe, nastoje da poslovnim transakcijama, koje se zasnivaju na transfernim cenama, dobit transferišu u zemlju u kojoj ne podleže oporezivanju, odnosno blaže se oporezuje ili da troškove poslovanja iz ove zemlje usmere u zemlju ulaganja u cilju smanjivanja oporezivog dohotka.

U slučaju kada se poreski podsticaji odobravaju samo novoosnovanim

preduzećima, tada se stara preduzeća, nakon isteka perioda njihove primene, rekonstituišu u nova preduzeća kako bi mogla da nastave s pravom korišćenja ovih podsticaja.

Neželjene političke implikacije

Poreski podsticaji ne podležu skupštinskoj kontroli, jer se ne prikazuju u budžetima i završnim računima koje razmatraju i usvajaju najviša zakonodavna tela. Često se primenjuju od strane vlade pa se efekat ovih podsticaja teško može realno kvantificirati i oceniti i zbog toga su oni manje transparentni i podložni kontroli od dotacija i subvencija. Usled toga postoji opasnost da se poreski podsticaji odobravaju na osnovu političkih procena i radi realizacije političkih, a ne ekonomskih ciljeva. Ovo nije opravdano, jer poreski podsticaji moraju biti selektivni i usmereni na realizaciju precizno određenih ekonomskih a ne političkih ciljeva. Ovi podsticaji moraju biti nezavisni od uticaja političkog faktora da bi se izbegla arbitrarnost i mogućnost čestih i neopravdanih promena.

S obzirom na izloženo i zbog odsustva ili nepotpunog uvida javnosti, poreske stimulacije se nedovoljno razmatraju prilikom uvođenja i nedovoljno kontrolišu u primeni i zbog toga, vrlo često, neopravdano postaju sastavni deo poreskog sistema jedne zemlje. Posle određenog perioda vremena poreske stimulacije se smatraju

kao stečeno pravo i zbog toga ih je teško isključiti iz poreskog sistema i u slučajevima kada njihova primena više nije potrebna i opravdana.

Posebno se ukazuje da kada se poreski podsticaji, u javnosti i kod poreskih obveznika, identifikuju i povezuju s političkim favorizovanjem i nepotizmom, tada se javlja otpor i politički pritisak da se oni generalno preispituju. Radikalno i nekritičko preispitivanje može da dovede do njihovog uklanjanja, a to negativno deluje na povećanje stranih investitora.

Međunarodna praksa ukazuje da, s političkog stanovišta, ne bi trebalo precenjivati značaj i korisnost poreskih podsticaja jer, po pravilu, povećanje obima investicija nije adekvatno troškovima zemlje u vidu izgubljenih (otpisanih) poreskih prihoda.

KLASIFIKACIJA PORESKIH PODSTICAJA

Poreski podsticaji su, kao što je već istaknuto, sve mere preferencijalnog poreskog tretmana koje poreski sistemi predviđaju u skladu sa specifičnim potrebama i ciljevima. Moguće su različite klasifikacije poreskih podsticaja zavisno od kriterijuma koji se primenjuju. Tako, na primer:

- prema fazi investicione aktivnosti (pre početka, u početnom periodu, u toku ili po okončanju obavljanja te aktivnosti);
- prema vrstama investicija, odno-

sno privrednih delatnosti za koje se odobravaju (određena vrsta proizvodnje, usluga, itd.);

- prema vrstama poreza i dažbina na koje se odnose (porez na dobit preduzeća, porez na imovinu, itd.);
- prema tome da li se odnose na visinu uloženog kapitala ili na ostvarenu dobit, na poresku osnovicu, iznos poreza ili na poreske stope;
- prema tome da li se odnose na oslobođenje od poreza ili na smanjenje poreske obaveze;
- prema tome da li dovode do definitivnog neplaćanja ili samo do odlaganja plaćanja poreza;
- prema korisniku poreskog podsticaja (investitor ili preduzeće u koje se investira);
- prema dužini trajanja (trajni ili privremeni poreski podsticaji);
- prema teritoriji na kojoj se primenjuju (na teritoriji cele zemlje ili samo u određenim regionima).

S obzirom da ne postoji univerzalno prihvaćena klasifikacija poreskih podsticaja, čini se da je najadekvatnija klasifikacija Komisije Evropske unije koja poreske podsticaje svrstava u sledeće tri kategorije:

- poreski podsticaji koji utiču na formiranje i utvrđivanje poreske osnovice;
- poreski podsticaji koji modifikuju i utiču na poresku obavezu;
- poreski podsticaji koji se odnose na način ubiranja (naplate) poreske obaveze.

Prvu kategoriju čine poreski podsticaji koji modifikuju standardan metod određivanja oporezivog dohotka, odnosno poreske osnovice tako što utiču na izračunavanje (utvrđivanje) elemenata koji su njen sastavni deo. Ova kategorija poreskih podsticaja obuhvata:

- specijalno izuzimanje određenih delova dohotka ili posebne odbitke koji se normalno ne odobravaju prema opštem poreskom režimu;
- formiranje posebnih rezervi izuzetih od oporezivanja;
- ubranu amortizaciju;
- posebne metode određivanja poreske osnovice koja ne odgovara oporezivom dohotku.

Poreski podsticaji iz ove kategorije nisu transparentni, jer se teško mogu pratiti i kontrolisati, s obzirom da se često odobravaju na osnovu diskrecione (arbitrarne) procene i odluke u administrativnom postupku.

Druga kategorija obuhvata sledeće poreske podsticaje koji deluju putem modifikovanja poreske obaveze:

- posebnu redukovanu ili nultu poresku stopu za dobit koja je ostvarena od određenih aktivnosti (pionirska industrija, posebna vrsta proizvodnje itd.) ili od poslovanja u određenim regionima (specijalne zone oslobođene od poreza);
- poreske kredite povezane sa investiranjem u osnovna poslovna sredstva, koji takođe utiču na smanjenje finalne obaveze poreskog obveznika.

Treća kategorija odnosi se na poreske podsticaje u vezi sa naplatom, odnosno, načinom ubiranja poreza od poreskog obveznika. Ova kategorija obuhvata sledeće forme odricanja države od prava da naplati porez koji poreski obveznik duguje:

- neefikasna i nedosledna primena poreskih propisa;
- nedovoljno energično angažovanje u naplati poreskog duga i tolerisanje neurednog plaćanja poreza:
- otpisivanje poreskog duga;
- odlaganje plaćanja poreza i izmirivanja poreskog duga od strane poreske administracije.

Navedeni poreski podsticaji, takođe, nisu transparentni i izuzetno ih je teško kontrolisati, jer se primenjuju od slučaja do slučaja i često u dogovoru s poreskim obveznikom. Poreska administracija o njima, po pravilu, ne obaveštava javnost, odnosno ne objavljuje informacije.

EFIKASNOST PORESKIH PODSTICAJA

Pri uvođenju poreskih podsticaja potrebno je da zemlja uvoznica kapitala izvrši procenu njihove efikasnosti tako što uzima u obzir sve njihove prednosti i nedostatke. Potrebno je, takođe, da posebno vodi računa o efikasnosti svoje poreske administracije, kao i o nivou poreske saradnje koju ima sa zemljom rezidentnosti stranog investitora.

Da bi bili efikasni u privlačenju stranog kapitala poreski podsticaji moraju da budu zakonom precizno definisani i regulisani i da ispunjavaju određene uslove.

Jednostavan postupak primene

Poreski podsticaji su pogodni za primenu i, po pravilu, ne zahtevaju posebnu administraciju, kao ni komplikovan i skup postupak. Zbog toga se ovi podsticaji mogu neposredno primenjivati na sve investitore koji ispunjavaju zakonom propisane uslove i imaju pravo na njihovu primenu.

Međutim, s obzirom na potrebu selekcije stranih investitora kojima bi trebalo odobriti pravo na poresku stimulaciju, u određenim slučajevima, ovo pravo podleže administrativnom rešavanju, odnosno diskrecionoj proceni u vezi sa ispunjavanjem propisanih uslova. Postupak ovog rešavanja bi trebalo da bude što jednostavniji i brži i sa što manjim troškovima i to kako za investitore, tako i za poresku administraciju. Ovaj postupak, međutim, može biti komplikovan i sa elementima arbitrarnosti koja omogućava korupciju i favorizovanje.

Imajući u vidu navedene nedostatke, trebalo bi izbegavati diskrecionu primenu poreskih podsticaja, jer narušava sigurnost i pravičnost poreskog sistema. Ako se ova primena ipak koristi, ona ne bi trebalo da bude rezultat dogovora između odgovarajućeg ministarstva i stranog investito-

ra, jer se, u tom slučaju, po pravilu, ne primenjuju opšti i objektivni kriterijumi. Zbog toga je potrebno da se obezbedi javnost, odnosno objavljivanje informacija o odobrenim podsticajima i uslovima pod kojima su oni odobreni.

Posebno je značajno da se, u slučajevima kada je postupak odobravanja i primene poreskih podsticaja komplikovan i skup, izvrši realna procena očekivane dobiti od ulaganja kapitala u odnosu na troškove ovog postupka.

Međunarodni monetarni fond smatra da bi poreske podsticaje trebalo automatski primenjivati, odnosno odobravati kako bi se otklonila potreba za dugim, skupim i komplikovanim postupkom podnošenja zahteva i rešavanja o tom zahtevu. Ovakav postupak odbija strane investitore tako da mogu da odustanu od ulaganja kapitala.

Usmerenost na ekonomske ciljeve

Efikasnost poreskih stimulacija neposredno zavisi od broja ciljeva koje bi trebalo da ostvare. Zbog toga, poreski podsticaji moraju biti selektivni i usmereni na realizaciju precizno određenih ekonomskih, a ne političkih, ciljeva kako bi se ostvarilo profitabilno investiranje kapitala, uz minimalne distorzivne efekte na privredu zemlje u celini. Pri tome, broj ciljeva mora biti ograničen, jer usmerenost na veći broj ciljeva može da ima difuzan uticaj na privredu zemlje

i neželjene štetne posledice. Ciljevi i uslovi koji su potrebni za ostvarivanje prava na poreski podsticaj moraju se precizno odrediti. Kada se, na primer, želi da stimulira investiranje u proizvodnju, tada se mora odrediti razlika između proizvodnje i drugih aktivnosti (transport, marketing) i definisati poreski tretman svake od ovih delatnosti. Inače će investitori nastojati da sva svoja ulaganja prikažu kao investiranje u proizvodnju kako bi ostvarili pravo na poreski podsticaj. Kontrola investitora u vezi sa ispunjavanjem uslova za pravo na poreski podsticaj je izuzetno težak i složen posao za svaku poresku administraciju.

Međunarodno iskustvo ukazuje da poreski podsticaji nisu uvek efikasan instrument za realizaciju određenih ciljeva, odnosno za stimuliranje posebnih vrsta investicija. Zbog toga razvijene zemlje (zemlje-članice OECD-a) ove mere primenjuju uglavnom na investicije u istraživačke i razvojne projekte, u zaštiti životne sredine i u regionalan razvoj.

Sigurnost i stabilnost

Poreski podsticaji, kao i uslovi za njihovu primenu moraju biti precizno regulisani odgovarajućim, odnosno poreskim zakonodavstvom.

Poreski podsticaji moraju biti stabilne mere koje su zasnovane na objektivnim kriterijumima. Ovo omogućuje da budu pouzdana osnova za donošenje odluke o ulaganju kapitala.

Poreski podsticaji bi trebalo da budu van političkih uticaja, koji su podložni čestim promenama, kako se i sami ne bi često menjali.

Izdašnost

Poreski podsticaji bi trebalo da budu izdašni tako da utiču na poresku obavezu i na visinu ostvarene dobiti, ako se želi da budu od uticaja kod donošenja odluke o investiranju kapitala u određenu zemlju.

Određivanje minimalnog iznosa kapitala koji se investira

Ako se kao uslov za primenu poreškog podsticaja odredi visok minimalni iznos kapitala koji bi trebalo da se investira, to može diskriminatorno da deluje u odnosu na mala i srednja preduzeća. Međutim, ako je taj iznos mali tada nastaje problem selekcije pogodnih stranih investitora, odnosno nastaju teškoće u eliminisanju neželjenih investitora.

Određivanje vremena primene poreskih podsticaja

Vrlo je značajno da se adekvatno odredi vreme početka i dužina trajanja primene poreskih podsticaja, kako se ne bi primenjivali i kada ne postoji razlog zbog koga su odobreni.

Ovo određivanje se može učiniti tako što se predviđa da pravo na poreski podsticaj imaju investiranja koja su izvršena od određenog datuma ili se specificira da se ono odnosi samo

na dobit ostvarenu u toku određenog perioda. Po pravilu, poreski podsticaji su efikasni samo u godinama u kojima bi strani investitor bez njihove primene bio dužan da plaća porez na ostvarenu dobit. Zbog toga postoji rizik da se poreski podsticaji ne iskoriste ako se primenjuju u godinama kada strani investitor ne ostvaruje dobit (na početku poslovanja) ili u godinama kada ima poslovne gubitke.

Efikasna poreska administracija

Jedan od bitnih uslova za efikasnost poreskih podsticaja je kompetentna poreska administracija. Međutim, većina zemalja u razvoju i u tranziciji nema takvu poresku administraciju, odnosno administraciju koja raspolaže s potrebnom opremom i kvalifikovanim kadrovima. Administracija koja nije kompetentna nije sposobna da efikasno oporezuje strane investitore i primenjuje poreske podsticaje pa je neprikladno u poreske sisteme ovih zemalja uvoditi poreske podsticaje koji zahtevaju složen postupak primene i kontrole.

Međutim, uprkos navedenim razlozima o relativnoj efikasnosti poreskih podsticaja oni se, posebno u zemljama u razvoju i u tranziciji i dalje primenjuju, jer su ove zemlje svesne da bez njihove primene izostaje ili se značajno smanjuje ulaganje stranog kapitala. Pri tome, navedene zemlje imaju u vidu realne odnose međuzavisnosti u svetskoj ekonomiji kao i kon-

kurenciju na međunarodnom tržištu kapitala. Ipak, sve je veći broj zemalja u razvoju i u tranziciji koje, uvažavajući međunarodno i sopstveno iskustvo, usvajaju stav da je široka i nekritička primena poreskih podsticaja neefikasna i neracionalna i da njihova korisnost ne može adekvatno da kompenzira gubitak poreskih prihoda, posebno u slučaju nekvalitetnih i kratkoročnih stranih investicija.

PORESKA SARADNJA ZEMLJE UVOZNICE KAPITALA SA ZEMLJOM REZIDENTNOSTI STRANOG INVESTITORA

Efikasnost dejstva poreskih podsticaja na strane investitore u velikoj meri zavisi od poreskog tretmana njihove dobiti u zemlji rezidentnosti. Ovo znatno komplikuje položaj zemalja u razvoju i u tranziciji, odnosno zemalja uvoznica kapitala, pri kreiranju sistema poreskih podsticaja, jer moraju da vode računa o dejstvu poreskih sistema zemalja izvoznica kapitala. Uzajamno dejstvo poreskog sistema zemlje uvoznice i zemlje izvoznice kapitala otežava zemljama izvoznicama kapitala da realno procene efikasnost svojih poreskih podsticaja i da odrede mere podsticaja koje su u skladu s interesima investitora iz raznih zemalja.

Stimulativno dejstvo poreskih podsticaja je često eliminisano ili

znatno umanjeno dejstvom poreskog sistema zemlje izvoznice kapitala. Ovo ima za posledicu da se poreski prihodi zemalja u razvoju i u tranziciji transferišu u budžete zemalja izvoznica kapitala uz poništavanje pozitivnog dejstva poreskih podsticaja zemalja uvoznica kapitala u korist stranih investitora.

Naveden problem zemlje uvoznice kapitala mogu efikasno da reše samo zaključivanjem ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja sa zemljama izvoznicama kapitala, u kojima se, pored uobičajenih metoda eliminisanja dvostrukog oporezivanja, predviđa i primena metoda kredita za ušteđen porez, odnosno specifičnog mehanizma radi zaštite pozitivnog dejstva poreskih podsticaja za ulaganje stranog kapitala.

Kada zemlja izvoznica kapitala, u cilju izbegavanja dvostrukog oporezivanja, ne prihvata metod izuzimanja dohotka koji njen rezident ostvari u zemlji u razvoju i u tranziciji, tada je kredit za ušteđen porez najadekvatniji mehanizam za zaštitu interesa ove zemlje, odnosno zemlje uvoznice kapitala. Ovaj metod omogućuje zemlji u razvoju i u tranziciji da primenjuje poreske podsticaje i da ostvari potrebnu saradnju sa zemljom izvoznicom kapitala u cilju stimuliranja njenih rezidenata da investiraju kapital.

Metod kredita za ušteđen porez obezbeđuje da zemlja rezidentnosti stranog investitora odobrava kredit i

za porez koji bi bio plaćen u zemlji izvora dohotka da nije eliminisan ili umanjen zbog poreskih podsticaja u korist stranog investitora.

Metod kredita za ušteđen porez se može primeniti na:

- porez na ukupan dohodak koji se ostvari iz izvora u zemlji uvoznici kapitala;
- porez na određene kategorije dohotka koje su ostvarene iz izvora u ovoj zemlji (porez po odbitku na dividende, kamate i autorske naknade).

Mnoge razvijene zemlje su spremne da, prilikom zaključenja bilateralnog ugovora, prihvate metod kredita za ušteđen porez kako bi stimulisale svoje rezidente na investiranje kapitala u inostranstvo. Prihvatanje ovog metoda u suštini znači saglasnost razvijene zemlje da odobri svojim rezidentima kredit za ukupan porez ili za deo poreza koji je trebalo da bude plaćen zemlji u razvoju i u tranziciji, ali nije plaćen zbog toga što je ova zemlja, na osnovu svog programa mera stimuliranja stranih investitora, porez potpuno eliminisala ili smanjila. Metod kredita za ušteđen porez ima za cilj da investitora iz razvijene zemlje, potpuno ili delimično, izuzme od oporezivanja u obe države ugovornice, kako bi bio stimulisan da investira u zemlju u razvoju i u tranziciji, u skladu s njenim programom ekonomskog razvoja.

S obzirom da kredit za ušteđen porez predstavlja posebnu meru koju razvijena zemlja odobrava samo rezidentima koji investiraju u zemlje u razvoju i u tranziciji, normalno je da zemlja izvoznica kapitala zahteva da se u bilateralnim ugovorima predvide određeni uslovi i ograničenja radi sprečavanja mogućih zloupotreba. Ovi uslovi i ograničenja za zemlju u razvoju i u tranziciji u vezi sa primenom kredita za ušteđen porez se najčešće odnose na:

- navođenje propisa na kojima se zasnivaju poreske stimulacije zemlje uvoznice kapitala;
- ograničenja u kojima se predviđa da se kredit za ušteđen porez primenjuje samo na poreske stimulacije određene u propisima koji su važili na dan kada je bilateralni ugovor potpisan i koji kasnije nisu menjani ili su neznatno menjani tako da to ne utiče na njihov opšti karakter;
- eliminisanje mogućnosti za izbegavanje poreske obaveze i poresku evaziju;
- određivanje da se mere poreskih stimulacija odnose na pomoć preduzećima u početnom periodu poslovanja i da ne mogu biti trajnog karaktera;
- zahtev da mere poreskih stimulacija moraju biti date u cilju ekonomskog razvoja domaće privrede;
- uslov da su mere poreskih stimulacija takve da se kredit za ušteđen

porez može lako primeniti.

Iskustvo pokazuje da je kredit za ušteđen porez podložan zloupotrebi od strane poreskih obveznika, koja može dovesti do značajnog gubitka poreskih prihoda i to kako za zemlju rezidentnosti stranog investitora, tako i za zemlju izvora dohotka. Ovu vrstu zloupotrebe teško je otkriti. Pored toga, zemlji rezidentnosti je teško da protiv zloupotrebe brzo reaguje, jer je proces ukidanja ili modifikacije odredbi o kreditu za ušteđen porez u ugovoru često spor i komplikovan.

U vezi s tim, posebno se ukazuje da mnoge zemlje, poput Sjedinjenih Američkih Država, uopšte nisu spremne da prihvate kredit za ušteđen porez u ugovorima o izbegavanju dvostrukog oporezivanja.

ZAKLJUČAK

S obzirom na izloženo, može se zaključiti da poreski podsticaji, posebno ako su brojni, nisu dovoljno efikasni u ostvarivanju željenih ciljeva zbog:

- troškova koje prouzrokuju i gubitak poreskih prihoda;
- distorzivnog delovanja na međunarodno investiranje i alokaciju kapitala;
- poreske evazije koju omogućuje poresko planiranje;
- negativnog dejstva na poreski sistem koji postaje složen, nestabilan i težak za primenu;

- narušavanja principa jednakog poreskog tretmana zbog mogućnosti arbitrarnog, odnosno diskrecionog odobravanja poreskih podsticaja;
- teškoća prilikom ukidanja usled prestanka potrebe za njihovim postojanjem.

Pored toga, potrebno je imati u vidu da su poreski podsticaji samo jedan od faktora koji utiču na investiranje stranog kapitala. Ovo zbog toga što je za strane investitore, pored efektivnog poreskog opterećenja dobiti od uloženog kapitala, od bitnog značaja i dejstvo ostalih faktora koji čine investicionu klimu jedne zemlje. U ove faktore, pored ostalih, spadaju:

- stabilan društveno-ekonomski i politički sistem;
- adekvatan kreditno-monetarni i obračunski sistem;
- pravni sistem koji garantuje sigurnost i zaštitu interesa stranih investitora;
- stabilni uslovi privređivanja i razvojna ekonomska politika;
- odgovarajuća vlasnička struktura preduzeća i razvijena infrastruktura;
- razvijeno i perspektivno tržište;
- pogodna geografska i saobraćajna lokacija zemlje;
- kvalifikovana i jeftina radna snaga.

U vezi s tim, ukazuje se da Svetska banka u Studiji o poreskim podsticajima zaključuje da su zemlje sa

niskim poreskim stopama i malim brojem podsticaja atraktivnije za multinacionalne kompanije kao investitore od zemalja sa visokim oporezivanjem i velikim brojem poreskih podsticaja. Zbog toga stabilno i nisko oporezivanje, uz eliminisanje neporeskih smetnji (preterano regulisanje, devizna kontrola, kreditna ograničenja, kontrola cena itd.) stranim investitorima stvara najpovoljnije uslove za ulaganje kapitala. U ovoj studiji se posebno ukazuje na značaj faktora koji nisu poreski za privlačenje stranog investiranja u zemlje u razvoju i u tranziciji. Ove zemlje bi trebalo prvenstveno da stvore povoljnu investicionu klimu usvajanjem racionalne i stabilne ekonomske politike i eliminisanjem poreskih i ostalih podsticaja za investiranje.

Međunarodni monetarni fond zastupa stav da su se poreski podsticaji u praksi pokazali pretežno kao neefikasni i da su prouzrokovali ozbiljne distorzije kod ulaganja kapitala i doveli do nejednakog poreskog tretmana investitora. Zbog toga Fond preporučuje proširenje osnovice poreza na dobit preduzeća i sniženje poreskih stopa uz eliminisanje specifičnih sektorskih (vezanih za pojedine industrijske grane i delatnosti) poreskih podsticaja u vidu izuzimanja od oporezivanja ili odlaganja poreske obaveze. Međunarodni monetarni fond, takođe, preporučuje da domaći investitori, prilikom oporezivanja dobiti od inve-

stiranja, imaju jednak tretman kao i strani investitori.

OECD u Studiji o oporezivanju i investiranju u zemljama u tranziciji ukazuje da je najvažniji zaključak da je oporezivanje relativno manje značajno u poređenju s drugim faktorima. Strani investitori prvenstveno gledaju na makroekonomsku i institucionalnu situaciju u zemlji, odnosno na političku stabilnost i na stepen promena u pravcu tržišne ekonomije, jer su to bitni elementi investicione klime koji su od značaja za ulaganje kapitala. Zbog toga bi zemlje u razvoju i u tranziciji trebalo da ograniče primenu poreskih podsticaja i da se koncentrišu na eliminisanje smetnji za investiranje, koje nastaju zbog neadekvatnog privrednog sistema i infrastrukture, nedostatka potrebnih institucija i zbog neefikasnog pravnog sistema, odnosno njegove nedosledne primene.

Savetodavni komitet za biznis i industriju OECD-a, ističe da pri izboru između nižih poreskih stopa i brojnih poreskih podsticaja, strani investitori generalno daju prednost nižim poreskim stopama. Ovo zbog toga što to ima za posledicu jednostavan i transparentan poreski sistem koji obezbeđuje sigurnost i pravičnost, odnosno jednak poreski tretman za sve, domaće i strane, investitore.

Stav je međunarodnih investitora, dakle, da je najefikasniji način stimulisanja ulaganja stranog kapitala

usvajanje poreskog sistema sa niskim poreskim stopama, koje se primenjuju na široko definisanu poresku osnovicu, uz napuštanje ili uz primenu ograničenog broja poreskih podsticaja. Pri tome bi trebalo da se ovi podsticaji primenjuju na realizaciju precizno definisanih ciljeva i uz striktno poštovanje zakonom propisanih uslova.

„DVA VEKA RAZVOJA SRBIJE – STATISTIČKI PREGLED“

Republički zavod za statistiku, Beograd, 2008.

U ovoj, po mnogo čemu, značajnoj publikaciji Republičkog zavoda za statistiku sveobuhvatno je statističkim brojkama prikazan razvoj Srbije od Prvog srpskog ustanka do danas. U tom kontekstu publikacija sadrži i prikaz državne statistike kao jednog od ključnih obeležja svake države.

Po obimu mala, a po ukupnom sadržaju značajna, za stručnu i širu javnost u zemlji i inostranstvu, ova publikacija pruža statistički pregled raznih oblasti društvenog i ekonomskog života u dva veka novije srpske istorije a tekst je štampan na srpskom i na engleskom jeziku.

Publikaciju je pripremio ekspertski tim statističara koji je predvodio dr Miodrag Nikolić. Oni su statistički prikazali segmente privrede i društva o kojima je zvanična statistika u protekla dva veka registrovala najznačajnije društvene pojave i procese a koristili su i druge nestatističke izvore (arhive i publikacije). Pri tome, data su metodološka objašnjenja, s ciljem da

se bolje razumeju statistički podaci i duge serije podataka o najznačajnijim pojavama u protekla dva veka razvoja Srbije. Sastavljanje uporedivih serija za posmatrati dugi period i opis statističkim brojkama razvoja Srbije u tom dugom periodu bilo je ograničeno brojnim okolnostima: za prvi i drugi istorijski period bilo je malo podataka o masovnim pojavama; ratovi su prekidali kontinuitet rada statističke službe; promene teritorije otežavale su uporedivost i upotrebu podataka; promena statističkog sistema, programa i metoda statističkih istraživanja, raznolike definicije, klasifikacije i organizacije statističke službe.

Statistički pregled sadrži obilje podataka i duge serije u 20 tematskih poglavlja. On obuhvata tri istorijska perioda, i to: (1) period od Prvog srpskog ustanka do Prvog svetskog rata, (2) period između Prvog i Drugog svetskog rata i (3) period posle Drugog svetskog rata.

Prvo poglavlje posvećeno teritorijalnim promenama sadrži karte

Srbije sa promenama granica. U ovom poglavlju samo delimično je obezbeđena uporedivost podataka koji su proizašli iz promene teritorije, dok je veći deo građe ostao neuporediv. Pri tome, treba imati u vidu da su za ovaj period izvori krajnje oskudni i da ne postoje druge serije podataka, posebno kod ekonomske statistike. Slična karakteristika važi i za drugo poglavlje posvećeno pojavama i procesima između dva svetska rata. Statistički pregled u trećem poglavlju je potpuniji i konzistentniji zahvaljujući obimnijoj i sređenoj statističkoj građi kao rezultatu rada statističke službe.

Najobimniji i najuporediviji deo ovog statističkog prikaza je demografski pregled koji je nastao zahvaljujući dugoj genezi u popisivanju stanovništva. Pri tome, popisni podaci su dobro povezani sa podacima vitalne statistike, iako su na demografske procese uticale promene teritorije, ratovi i migracije.

Problem uporedivosti podataka u protekla dva veka naročito je izražen u delovima koji se odnose na školstvo, zdravstvo, privredu i dr. Uporedivost praćenja ekonomskih kretanja vezana je za promenu valute, strukture proizvodnje, metodologije praćenja ekonomskih pojava i procesa. Upređivanje podataka za dugi period od dva veka je otežano zbog promena u pojavama, definicijama, klasifikacijama, sistemima merenja, kupovnoj moći novca i dr.

Publikacija prikazuje statistički obuhvaćene osnovne pojave. Serije brojki unete u tabelarne preglede najčešće počinju godinom za koju su prvi put objavljeni službeni statistički podaci, a ne sa nastankom pojave. Niz važnih pojava prikazan je tek kad su postale predmet redovnih statističkih istraživanja. Neke pojave su ušle u statističku prakstu tek u 20. veku (obračun narodnog dohotka i njegove raspodele, obračun agregatnih indeksa proizvodnje i cena, utvrđivanje realnih zarada, istraživanja porodičnog budžeta i životnog standarda i dr.). Takođe, zaposlenost u nepoljoprivrednim delatnostima, nezaposlenost, industrija i komunalne delatnosti i druge pojave dugo nisu bile predmet redovnih statističkih istraživanja.

Zvanična statistika u prvoj dužoj fazi istorije srpske države u novom veku, koja počinje sa Prvim srpskim ustankom (1804) i završava se sa Prvim svetskim ratom, statistički je obuhvatala pojave za koje se zanimala državna uprava, a zatim su se statistička istraživanja postepeno širila, u skladu s javnim potrebama zemlje i prema statističkoj praksi u evropskim zemljama.

Statistički podaci o prvoj fazi istorije srpske države nemaju potreban obuhvat i kvalitet, jer tada nije bilo dovoljno statistički pismenih ljudi koji bi znali da primene uputstva statističkih organa i nije bila razvijena državna služba za statističke poslove.

Publikacija je fokusirana na dugoročne razvojne tendencije i prema tom cilju je odabrana građa iz raspoložive statističke i druge dokumentacije. Pri tome, težilo se da to budu osnovne pojave koje imaju dugoročni značaj i koje su zasnovane na u određenoj mjeri uporedivim podacima koje je statistika obezbedila na bazi svojih metoda koji su bili u primeni u određenom periodu.

Na bazi odabrane statističke građe u dvadeset poglavlja su prikazane osnovne pojave u vidu statističkog pregleda, i to: teritorijalne promene, izbori, stanovništvo, zaposlenost, nadnice i plate, centralna banka i budžet, društveni proizvod, investicije, cene, poljoprivreda, šumarstvo, industrija, građevinarstvo, spoljna trgovina, unutrašnja trgovina, turizam, saobraćaj, obrazovanje, zdravstvo, pravosuđe.

Timovi statističara Republičkog zavoda za statistiku izradili su navedena poglavlja publikacije na bazi dokumentacije koja je rezultat rada nekoliko generacija statističara. Takva organizacija rada na publikaciji omogućila je da se korektno na statistički način prikaže novija istorija srpske države putem nestandardnih statističkih prikaza. Pri tome, izostalo je ili je bilo nemoguće proveravanje i usklađivanje svih podataka iz odabrane i korišćene dokumentacije Republičkog zavoda za statistiku, Narodne biblioteke Srbije, Arhiva Srbije, Na-

rodne banke Srbije, Zavoda za zdravstvenu zaštitu Srbije, Privredne komore Srbije i dr.

Pri sastavljanju pojedinih odeljaka statističkog pregleda korišćena su službena statistička izdanja. Za period od Prvog srpskog ustanka do Prvog svetskog rata najvažniji izvori bili su Državopis Srbije, Statistički godišnjak Srbije i publikacije za pojedine oblasti, kao i izveštaji ministarstva, budžetske debate i dr.

Za period između Prvog i Drugog svetskog rata korišćeni su statistički godišnjaci i statističke publikacije državnih ustanova i knjige o popisu stanovništva i drugim popisima. Pri tome, teškoću je predstavljala činjenica da se najveći deo podataka o ovom periodu odnosio na celu zemlju i banovine, a manji deo na okruge i srezove, što je uzrokovalo da je oskudniji statistički prikaz Srbije u periodu između dva svetska rata.

Za period posle Drugog svetskog rata korišćena je brojna statistička i druga građa, a najviše statistički godišnjaci, knjige popisa i statistički bilteni. Obimnost, raznovrsnost i kvalitet podataka za statistički prikaz druge polovine 20. veka su bili neuporedivo bolji u odnosu na prethodna dva perioda, zahvaljujući radu i razvoju statističke službe Srbije koja je osnovana 1862. godine i statističkim poduhvatima pre toga, počev od evidencije o broju boraca, naoružanju, snabdevanju municijom, hranom i odećom i

obucom u Prvom srpskom ustanku do prvog popisa stanovništva 1834. Potrebe za podacima su rasle i zahtevale profesionalce i organizovane službe. Tako je nastala državna statistička služba, statistička istraživanja i statističke publikacije. Prva statistički uređena publikacija je Državopis Srbije izdata u 20 svezaka u periodu od 1863. do 1894. Od 1893. do početka Prvog svetskog rata 1912. izašlo je 13 tomova Statističkog godišnjaka, kao i 48 drugih publikacija, među kojima se ističu knjige o popisu stanovništva i popisu poljoprivrede, kao i knjige posvećene sudskoj i školskoj statistici i opštinskim prihodima.

Statistička služba između Prvog i Drugog svetskog rata, u odnosu na prethodni period, je razvila nove statistike - zaposlenosti, nadnica, obračuna narodnog dohotka, obračuna agregatnih indeksa cena, demografskih kretanja, popis industrije i dr. U ovom periodu je publikovan *Statistički godišnjak* od 1929. i niz posebnih statističkih publikacija. Ove publikacije sadrže uglavnom podatke za celu Jugoslaviju i banovine, a manjim delom podatke po srezovima.

Posle Drugog svetskog rata za Republiku Srbiju u okviru Jugoslavije osnovan je Statistički ured Srbije i uredi za njene pokrajine i opštine, koji su na bazi programa statističkih istraživanja obezbedili obilje podataka i premašili prethodne rezultate državne statistike, koji su obrađivani

po domaćim i međunarodnim definicijama i klasifikacijama i objavljivani u godišnjacima, knjigama popisa, biltenima i drugim statističkim publikacijama. Rad statističke službe je bio produktivan sa značajnim napretkom u koncipiranju i sprovođenju istraživačkih programa i u razvoju i primeni statističke metodologije. Uvedeni su i novi programi agregatnih indeksa cena i fizičkog obima, obračuna društvenog proizvoda i narodnog dohotka, izrade nacionalnih računa i dr.

Na bazi obimne i sređene statističke građe, koja se odnosi na period posle Drugog svetskog rata u publikaciji *Dva veka razvoja Srbije*, odabrani su podaci za posleratni period i obezbeđen kontinuitet serija za centralnu Srbiju i Vojvodinu do danas, a za Kosovo i Metohiju samo do 1989. godine.

Sveobuhvatni statistički podaci u datom istorijskom periodu i geografskom prostoru koji su prezentirani u ovoj značajnoj monografiji biće nezabilazna naučna građa naučnicima iz različitih društvenih oblasti i dragoceno svedočanstvo vremena u kome su nastali.

Dr Marinko BOŠNJAK

Fridrih fon HAJEK

CENE I PROIZVODNJA¹

*Beograd, Službeni glasnik, 2008, 108. strana
Preveo s engleskog Ivan JANKOVIĆ*

Austrijska teorija privrednih ciklusa delo je druge generacije Austrijanaca – Ludviga fon Mizesa i Fridriha fon Hajeka (između ostalog za doprinos i u ovoj oblasti Hajek je nagrađen Nobelovom nagradom za ekonomske nauke 1974. godine zajedno sa švedskim ekonomistom Gunnarom Mirdalom). Mizes je kombinovao Vikselovu monetarnu dinamiku sa Bem-Baverkovom teorijom kapitala. On je, smatra Hajek, uspeo da transformiše Vikselovu teoriju u objašnjenje ciklusa koje je logički zadovoljavajuće.

Hajek je pozvan u London da tokom školske 1930-1931. godine studentima i nastavnicima predstavi au-

strijsku teoriju privrednih ciklusa.² Ova, prema rečima slušalaca, veoma uspešna predavanja objavljena su u knjizi „Cene i proizvodnja“ (septembar 1931. godine). Šumpeter je primetio da do tada ni jedna strogo teorijska knjiga (ciljno usmerena na usku naučnu zajednicu, a ne široku publiku) nije naišla na toliko dobar prijem.

Knjigu čine četiri predavanja: „Razvoj teorije o uticaju novca na cenu i proizvodnju“; „Uslovi ravnoteže između tražnje za potrošačkim i proizvođačkim dobrima“; „Delovanje mehanizma cena tokom kreditnog ciklusa“ (sa „Beleškom o istoriji doktrina koje

¹ Naslov originala: *Prices and production* by Friedrich A. Hayek, First published September 1931, Second edition (revised and enlarged) 1935, Reprinted 1941, 1946, 1949, 1951, 1957, 1960 and 1967, Published in the U.S.A. by Augustus M. Kelly, New York

² O životu i delu Fridrih fon Hajeka, posebno o segmentu njegovog rada koji je izvan ekonomske teorije, videti: Stojanović, Božo, „Fridrih fon Hajek“, *Ekonomski anali*, Ekonomski fakultet Beograd, broj 168, januar 2006 – mart 2006; takođe: Dragan D. Lakićević, Božo Stojanović i Ilija Vujačić, *Teoretičari liberalizma*, Službeni glasnik, Beograd, 2007.

su razvijene u ovom predavanju“); „Argumenti za i protiv 'elastične' količine novca u opticaju“ (sa dodatkom pod nazivom „Neka dodatna zapažanja o 'neutralnom novcu'“). Na kraju knjige se nalazi još jedan obiman Dodatak: „Kapital i privredne fluktuacije: odgovor na kritike“. Knjiga sadrži i opširan Predgovor srpskom izdanju – „Proizvodnja i privredni ciklusi u austrijskoj teoriji“ koji je napisao prof. dr Božo Stojanović, kao i F. A. Hajekov Predgovor drugom izdanju. Onima koji žele da se šire upoznaju sa temama o kojima je u ovoj knjizi reč, dat je u napomenama uz tekst u okviru svakog poglavlja predlog dodatne literature, koji je istovremeno i podsetnik na najvažnije teme obrađene u knjizi.

Prevod na naš jezik rađen je prema drugom englesnom izdanju (1935) u koje je Hajek uključio odgovor kritičarima. Reč je, bez ikakve sumnje, o klasičnim delu kada je austrijska teorija privrednih ciklusa u pitanju. Bilo kakvo ozbiljnije proučavanje austrijske teorije privrednih ciklusa je bez ove knjige nezamislivo.

Hajek posebno naglašava činjenicu da sa promenom količine novca u opticaju dolazi do promene ne samo opšteg nivoa cena već i relativnih cena, a samim tim i do promene strukture proizvodnje.³

Hajek najpre definiše uslove ravnoteže, a onda objašnjava kako se ona narušava i ponovo uspostavlja.⁴ Ravnoteža koju ima u vidu podrazumeva

³ O uticaju promene relativnih cena na alokaciju resursa Hajek je pisao i pre objavljivanja knjige *Cene i proizvodnja*. Posebno je važan njegov rad *Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money* koji se pojavio 1928. godine. Neki čak smatraju da je ovo najtraženiji teorijski rad od svih koje je Hajek napisao. U ovom prilogu Hajek analizira veze između rlativnih cena, koje se događa s protokom vremena, i intertemporalne alokacije resursa.

⁴ Jezgrovit prikaz Hajekove teorije privrednih ciklusa dat je u: Garrison, R. W., „*Hayekian Trade Cycle Ththeory: A Reappraisal*“, *Cato Journal*, Vol. 6, No. 2, 1986, pp. 437 – 453. Iscrpna analiza austrijske teorije privrednih ciklusa data je u: Huerta de Soto, J, *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Ludvig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2006. Spisak Hajekovih relevantnih radova o ovoj temi je impozantan. Skrenućemo pažnju samo na one koji se najčešće citiraju: *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, Vienna, 1929 (knjigu je na engleski preveo Nikolas Kaldor i ona je objavljena kao *Monetary Theory and the Trade Cycle*, London: Routledge, 1933); *Prices and Production*, London: Routledge & Sons, 1931; *Profits, Interest and Investment: and Other Essays on the Theory on Industrial Fluctuations*, London: Routledge & Kegan Paul, 1939; *The Pure Theory of Capital*, London: Routledge & Kegan Paul, 1941; *Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays*, edited by Roy McCloughry, Routledge & Kegan Paul, 1984.

usklađen odnos između tražnje za potrošačkim dobrima i tražnje za proizvođačkim dobrima (i usklađen odnos njihovih cena).⁵ Svako narušavanje ovog odnosa dovodi do promena u strukturi proizvodnje, odnosno kazano Hajekovom terminologijom, dovodi do „produženja“ ili „skraćanja“ procesa proizvodnje. Svaki relativni porast tražnje, za proizvodnim sredstvima („proizvođačkim dobrima“) izazvaće „produženje“ proizvodnog procesa, a svaki relativni porast tražnje za potrošačkim dobrima imaće kao posledicu „skraćanje“ proizvodnog procesa.

Ako dolazi do dobrovoljnog rasta štednje, reč je o promenjenoj vremenskoj preferenciji pojedinca, to jest oni su u većoj meri orijentisani na budućnost (odriču se dela potrošnje danas da bi trošili više u budućnosti). Porast štednje signalizira preduzetnicima, posredstvom pada kamatne stope, da su potrošači manje usmereni na trenutnu potrošnju. Takav signal podstiče prebacivanje resursa u udaljenije stadijume proizvodnje. Dodatna šted-

nja dovodi do prebacivanja dela faktora proizvodnje, prethodno zaposlenih u proizvodnji potrošačkih dobara u proizvodnju proizvođačkih (kapitalnih) dobara. Ovako produženi proces proizvodnje je održiv.

Problem se pojavljuje kada se produženje procesa proizvodnje obavlja na drugi način – monetarnim injekcijama (važno je naglasiti da u ovoj koncepciji monetarna injekcija dolazi u formi kredita). Usled kreditne ekspanzije dolazi do promene kamatne stope, ali iza toga ovog puta ne stoji promena stope vremenske preferencije – već je sniženje kamatne stope veštački izazvano. Snižena kamatna stopa, koja ne odgovara promeni preferencija potrošača u njihovom izboru između sadašnje i buduće potrošnje, ne izaziva samo problem „preteranog investiranja“, već i problem „pogrešnog investiranja“. Naime, niža kamatna stopa podstiče ne samo investicije na račun potrošnje, već i određene tipove investicija na račun drugih. Daje se prednost trajnijim u odnosu na manje trajna kapitalna dobra, a pored toga, kapitalna dobra se koriste u dužim („zaobilaznijim“ u Bem-Baverkovom smislu) proizvodnim procesima. S obzirom na to da je pokrenut veći broj dugoročnih proizvodnih procesa nego što odgovara dobrovoljnoj štednji, raspoloživi resursi nisu dovoljni da se takvo stanje trajno drži. Privreda se mora prilagoditi realnom stanju i upravo ta faza pril-

⁵ Shodno Mengerovoj terminologiji, koja je opšteprihvaćena u austrijskoj teoriji, potrošačka dobra su označena kao „dobra prvog reda“, a proizvođačka dobra su „dobra višeg reda“. Transformacija dobara višeg reda u dobra nižeg reda podrazumeva vreme. Bem-Baverk je, sledeći Mengera, uveo pojam „zaobilaznog načina proizvodnje“, to jest proizvodnje koja koristi kapital.

gođavanja (eliminisanje projekata koji su ekonomski neodrživi) predstavlja depresiju. U takvoj situaciji država dodatnim kreditima može proces prilagođavanja samo da odgodi, a problem uveća. Rečju, ekspanzijom kredita radna snaga se navodi na zanimanja u kojima će biti uposlena samo privremeno, to jest samo u periodu dok traje ekspanzija kredita. Kada se kreditna ekspanzija okonča, doći će do aktiviranja obrnutog procesa prilagođavanja koji će dovesti do porasta nezaposlenosti. Ovaj proces će biti drastičniji ukoliko je proces prilagođavanja zaposlenosti bio onemogućen ili usporen u nekom vremenskom periodu:

Ako se ta politika usporavanja i odlaganja pokretljivosti, politika koja sa starim poslovima zadržava ljude koji bi trebalo da se premeste, sprovodi tokom dužeg perioda, rezultat mora biti da ono što je trebalo da bude postepen proces, na kraju postane problem koji se ogleda u neophodnosti masovnog premeštanja radne snage u kratkom vremenskom periodu. Stalni monetarni pritisak, koji je pomogao ljudima da zarađuju nepromenljivu nadnicu na poslovima koje je trebalo da napuste, stvoriće nagomilane zaostatke u neophodnim promenama, koji će, čim monetarni pritisak prestane, morati da se nadomeste u mnogo kraćem vremenskom roku, što će za posledicu imati period akutne masovne nezaposlenosti, koja se mogla izbeći.⁶

Proces prilagođavanja zaposlenosti u fazi depresije biće produžen ukoliko su nadnice rigidne. Aktivnosti sindikata mogu da dovedu do toga da nezaposlenost postane masovna, a problem dugoročan. U ekonomskoj teoriji naglašava se razlika između strukturne i ciklične nezaposlenosti. Austrijska teorija cikličnu nezaposlenost vidi kao posebnu vrstu strukturne nezaposlenosti. Kreditna ekspanzija preusmerila je veliki broj radnih mesta u određene proizvodne procese koji će u periodu kontrakcije biti ugašeni.

Ovu bazičnu interpretaciju privrednog ciklusa Hajek je kasnije dopunjavao, a posebno je predmet analize bio takozvani Rikardov efekat.⁷ U pitanju je problem supstitucije rada i kapitala o kojem je Rikardo raspravljao u XXXI glavi svojih Načela političke ekonomije i oporezivanja. Reč je o tome da porast realnih nadnica obeshrabruje supstituciju kapitala ra-

⁶ Videti: Hajek, F. A., *Studije iz filozofije, politike i ekonomije*, Paideia, Beograd, 2002, str. 169.

⁷ O ovoj temi Hajek je pisao u dva značajna priloga: „Ricardo effect“, *Economica*, May 1942, pp. 127 – 152; „Three Elucidations of Ricardo Effect“, *Journal of Political Economy*, Vol. 77, No. 2, March – April 1969, pp. 274 – 285. U drugom prilogu Hajek je detaljno raspravljao sa primedbama i kritikama, odnosno sa osporavanjima postojanja Rikardovog efekta.

dom, a smanjenje realnih nadnica je podstiče. Hajek je Rikardovu tezu razradio u kontekstu privrednih ciklusa i sveo je na konstataciju da će opšta promena nadnica u odnosu na cene proizvoda promeniti relativnu profitabilnost različitih privrednih grana (ali i različitih metoda proizvodnje unutar iste grane) koje koriste rad i kapital u različitim proporcijama. Hajek je primetio da je pretpostavka ovog efekta teza da opšti porast cena proizvoda, dok nadnice ostaju nepromenjene, znači da sve nadnice padaju u odnosu na cene roba. On je analizirao kako će, uz nepromenjene nadnice, rast robnih cena uticati na tekuću raspodelu fondova kojima raspolažu preduzetnici na potrošnju za nadnice (optičajni kapital) i potrošnju za mašine (fiksni kapital).

Rast dobrovoljne štednje smanjuje potrošnju. Smanjenje potrošnje dovodi do smanjenja tražnje za potrošačkim dobrima i posledično dolazi do pada njihovih cena. Ako su nominalne nadnice ostale nepromenjene, pad cena potrošačkih dobara označava rast realnih nadnica radnika zaposlenih u svim stadijumima procesa proizvodnje. Ovakvo stanje podstiče preduzetnike da zamene rad kapitalnim dobrima. To je zapravo promena strukture procesa proizvodnje, odnosno preduzetnici se odlučuju za kapitalno intenzivnije proizvodne procese. Tako dolazi do produženja proizvodnog procesa. Suprotno pril-

gođavanje strukture proizvodnje se odvija kada rastu cene potrošačkih dobara, to jest kada uz nepromenjene nominalne nadnice dolazi do pada realnih nadnica.

Šta je Hajek svojom analizom privrednih ciklusa zapravo pokazao?

Cilj mu je bio da pokaže da je kontraproduktivan svaki pokušaj da se promenama količine novca u opticaju (njegovim „elastičnim“ upravljanjem) utiče na privrednu aktivnost. Da ne bi došlo do podsticanja štetnih (degenerativnih) procesa u privredi potrebno je da tražnja za kapitalom bude finansirana isključivo stvarno raspoloživom štednjom. Drugim rečima, banke ne bi smele da preduzetnicima na raspolaganje stavljaju više kredita nego što je iznos štednje koja je kod njih deponovana.

U trećem predavanju knjige *Cene i proizvodnja* Hajek konstatuje sledeće: tržišni mehanizam će skladno funkcionisati sve dok stanovništvo bude zadovoljno time da troši samo deo svog ukupnog bogatstva koji je u tekućoj organizaciji proizvodnje namenjen potrošnji. Ili, opštije gledano, Hajek je zaključio da država ne treba da se meša u „privrednu igru“ i šalje pogrešne cenovne signale tržišnim učesnicima, odnosno nije moguće državnim merama poboljšati rezultate koje ostvuje slobodno tržište. Kako se ponašati ukoliko je do privredne krize već došlo? Hajekov odgovor je nedvosmislen: potrebno je, što je više

moguće, osloboditi bazične poluge ponude i tražnje, a posebno osloboditi slobodno delovanje tržišta rada. Na taj način će se smanjiti na najmanju meru problemi prilagođavanja.

Ideje „austrijanaca“, posebno Hajekovih radova koji su objavljeni na engleskom jeziku, naglo su prodrle u akademsku javnost i ranih tridesetih godina su prouzrokovale veliko interesovanje. Primera radi, 1934. godine Lajonel Robins je objavio čuvenu knjigu *The Great Depression* koja je u velikoj meri bila pod uticajem Hajekovih ideja. Austrijska teorija privrednih ciklusa podstakla je oštru raspravu s Kejnzmom i njegovim sledbenicima (podsetimo, Kejnzs je 1930. godine objavio *Raspravu o novcu*, a šest godina kasnije *Opštu teoriju...*).⁸ Stavovi su se razlikovali kako u identifikovanju uzroka krize, tako i u predloženoj terapiji.⁹ Mnogi smatraju da je to jedna od najznačajnijih diskusija u ekonomskoj nauci u prošlom veku. U ovu raspravu su, pored ostalih, bili uključeni Srafa i Kaldor. Austrijska teorija privrednih ciklusa izgubila se iz akademskog vidokruga usled naglog prodora kejnzijanskog uticaja

⁸ Za jezgrovit pregled stavova Kejnza i Hajeka, o njihovim sličnostima i razlikama, videti: Skidelsky, R., „Hayek versus Keynes: the road to reconciliation“, in: *The Cambridge Companion to Hayek*, edited by Edward Feser, Cambridge University Press, 2006.

nakon objavljivanja *Opšte teorije*. Teorija „austrijskih“ protivnika prihvaćena je od strane većeg dela akademske zajednice. Rotbard je konstatovao da austrijska teorija nije pobijena argumentacijom druge strane, ona je jednostavno prećutkivana i konačno zaboravljena. Pažnja stručne javnosti na austrijsku teoriju privrednih ciklusa vraća se nekoliko decenija kasnije, odnosno sedamdesetih godina u periodu krize kejnzijanizma. Tada se ponovo otkrivaju neke „stare ekonomske ideje“.

Kritike austrijske teorije privrednih ciklusa dolazile su sa raznih strana, pa i od pripadnika same austrijske škole. Izrael Kirzner (Israel Kirzner), Mizesov dugogodišnji saradnik u SAD i čovek koji se smatra vođom nove generacije „austrijanaca“ (generacije koja je došla posle Mizesa i Hajeka) uputio je nekoliko primedaba metodološkog tipa. Prema njegovom mišljenju, austrijska

⁹ U oktobru 1932. godine časopisu London Times su u roku od nekoliko dana stigla dva pisma. Potpisnici prvog su bili Kejnzs, Pigou i Robertson i u njemu se zahteva da vlada preduzme odgovarajuće mere da bi smanjila postojeći nivo nezaposlenosti. Autori drugog pisma bili su Hajek, Robins i Plant koji su tvrdili da javnim radovima ili nekom sličnom intervencionističkom metodom država nije u stanju da poboljša stanje na tržištu, nego može samo da postojeće probleme povećati.

teorija privrednih ciklusa je bazično makroekonomska teorija i zasnovana je na koncepciji tržišne ravnoteže. Pored toga, ona pristupa kapitalu objektivistički, a ne subjektivistički. Preciznije, Kirchner smatra da se zapravo teško može govoriti o „austrijskoj teoriji“ privrednih ciklusa, posebno kada se ima u vidu Hajekova teorija.

U literaturi se po pravilu navodi i kritika koja je došla od nekadašnjeg pripadnika mlađe austrijske škole Gotfrida fon Haberlera (Gottfried von Haberler), koji se kasnije odvojio od austrijske tradicije. Haberler nije kritikovao upotrebu agregata u ekonomskoj analizi. Smatrao je da je upotreba agregata neminovna. Dоследno pridržavanje metodološkog individualizma, smatra Haberler, neminovno označava odbacivanje razmišljanja u agregatima bez obzira na kom nivou se agregiranje obavlja. Takav postupak smatrao je metodološki kontraproduktivnim i zapravo neizvodivim ako se nastoje razumeti odnosi u privredi i celini. Privreda je toliko komplikovana da je korišćenje agregata u njenoj analizi neminovno. On je smatrao da je objašnjenje uzroka privrednih ciklusa koje nudi Mizes-Hajekova teorija nedovoljno, odnosno da je potrebno da se dopuni novim sadržajima. Njegova je osnovna teza da kreditna ekspanzija ima mnogo dublji i mnogo složeniji uticaj na privredu, nego što je to samo

promena nivoa cena i odnosa cena. Haberler smatra da prilagođavanje u strukturi proizvodnje koje nudi Hajek nije dovoljno da objasni ispoljavanje privrednih ciklusa. Pored toga, Haberler tvrdi da je sasvim ispravno Kejnzovo shvatanje da u situaciji kada je duboka privredna depresija, nije moguće monetarnom politikom sprečiti dalju deflaciju. U takvim okolnostima da bi se podstakla proizvodnja i privredni rast bilo bi potrebno da kamatne stope postanu čak negativne, što nema ekonomskog smisla. U takvoj privrednoj situaciji, smatra Haberler, prihvatljivo je da država svesno ide u budžetski deficit. Međutim, ogradio se tvrdnjom da prihvata takvu terapiju samo ako se radi o dubokoj privrednoj depresiji.

Primedbe Hajekovoj teoriji privrednih ciklusa uputio je i Džon Hiks. On je smatrao da je Hajekova teorija primenjivija na stanje koje karakteriše puna zaposlenost proizvodnih faktora i inflacija, to jest, zaključio je da Hajekova analiza nije relevantna za razumevanje stvarnih privrednih ciklusa. Hiks je konstatovao da Hajekova teorija ne predstavlja teoriju privrednih ciklusa, već analizu prilagođavanja privrede na promene u štednji. I Gordon Talok je izneo nekoliko primedaba na austrijsku teoriju privrednih ciklusa. Prema njegovom mišljenju, privredni prosperitet o kojem govore „austrijanci“ predstavlja period tokom ko-

jeg je žrtvovano nešto potrošačkih dobara da bi bio uvećan fond kapitala. Na kraju perioda prosperiteta, iznos kapitala će biti veći, ali će i budući tok potrošačkih dobara takođe biti veći. Shodno tome, period koji „austrijanci“ označavaju kao depresija trebalo bi da izgleda sasvim drugačije: kao period rasta zaposlenosti (budući da su rad i kapital komplementarni) i višeg životnog standarda. Teza da promena relativnih cena izaziva ciklus bila je predmet česte kritike. Naime, kritičari su tvrdili da promena relativnih cena može postojati, ali da to neće izazvati tržišne poremećaje u tolikoj meri da će doći do privrednog ciklusa. Bilo je i pokušaja da se na bazi raspoloživih podataka testira austrijska teorija privrednih ciklusa.

Treba naglasiti da austrijska teorija privrednih ciklusa nije ostala na radovima Mizesa i Hajeka. Ona predstavlja predmet istraživanja i savremenih „austrijskih“ analitičara. Nekoliko je tema koje su predmet ovih analiza. Istraživački naponi su usmereni u nekoliko pravaca: pre svega, radi se na uključivanju formiranja očekivanja ekonomskih učesnika u analizu procesa prilagođavanja tokom privrednog ciklusa; na utvrđivanju zavisnosti privrednog ciklusa od egzogenih faktora; a nastoji se i generalizovati teorija u smislu sistematičnog obuhvatanja izvora privrednog ciklusa i njegovog odvijanja.

Brojni naučni radovi analiziraju odnos austrijske teorije privrednih ciklusa i nove makroekonomije. Objavljuju se radovi koji dovode u vezu austrijsku teoriju privrednih ciklusa i monetarističku teoriju, ali i radovi koji dovode u vezu neokejnzijsku teoriju i austrijsku teoriju. Ključna stvar na kojoj insistiraju savremeni „austrijanci“ svodi se na to da jedino austrijska teorija poseduje teoriju kapitala, a da je bez teorije kapitala nemoguće efikasno analizirati proces tržišnog prilagođavanja.

Stavovi savremene ekonomske struke o austrijskoj teoriji privrednih ciklusa su podeljeni. Jedni je prihvataju kao uspešno objašnjenje privrednih ciklusa, dok je drugi odbijaju i smatraju pogrešnom. Rodžer Garison smatra da Hajekova teorija privrednih ciklusa nudi uvid u funkcionisanje tržišne privrede koji je jednako vredan danas, kao što je bio i pre nekoliko decenija. On je umesno konstatovao da razumevanje privrednih ciklusa ne može biti zasnovano na nekoj „završenoj priči“ koja je ispričana jednom i za sva vremena. Kao što pokazuje ovaj kratak pregled, ne postoji nešto što bi se moglo nazvati „kanonskom verzijom“ austrijske teorije privrednog ciklusa. Austrijska teorija privrednih ciklusa predstavlja podsticajan koncept koji dozvoljava „varijacije na temu“, to jest teorijski koncept koji omogućava da se uspešno analiziraju savremeni privredni problemi.

Treba naglasiti da sve na šta je Fridrih Fon Hajek pretendovao ovom knjigom jeste bavljenje jednim aspektom odnosno razmatranje istovremeno stvarnih promena u strukturi proizvodnje koje prate promene količine kapitala i monetarne mehanizme koji dovode do ovih promena, što je bilo moguće uz korišćenje krajnje pojednostavljenih pretpostavki koje čine bilo koju promenu novčane tražnje za kapitalnim dobrima proporcionalnom promeni ukupne tražnje za kapitalnim dobrima do koje ona dovodi. Ovaj aspekt je više bio ignorisan i pogrešno shvatan nego možda bilo koji drugi i pogrešno razumevanje je vodilo posebno opasnim greškama. Inkorporiranje ovog argumenta u celinu monetarne teorije je zadatak koji tek treba preduzeti i koji Hajek nije mogao i nije hteo da pokuša u ovoj knjizi. Ali, moglo bi možda da se doda da kada je reč o opštoj teoriji novca (nasuprot čistoj teoriji kapitala) rad profesora Mizeasa, mnogo više nego Knuta Viksela, predstavlja okvir unutar kojeg j Hajek pokušavao da elaborira ovaj poseban problem.

Fridrih fon Hajek je ponudio stručnoj javnosti dobro koncipiranu, vešto izvedenu, zanimljivu i podsticajnu studiju koju vredi pročitati i još više razmišljati o njenoj temi. Jasno se prepoznaje rukopis autora koji je široko obavešten, koji strpljivo, sistematično, sa zavidnom preci-

znošću i jasnoćom preispituje ono što čita, suptilno analizira i precizno izlaže svoje stavove. Čvrsta argumentacija autora zasnovana je na izuzetno bogatoj literaturi. Poseban kvalitet knjizi daje jednostavnost u izlaganju koju poseduju samo najveći poznavaoi teme.

Mr Biljana VITKOVIĆ

Saša KRISTIĆ

„IZVORNI PRIHODI U SISTEMU FINANSIRANJA LOKALNE SAMOUPRAVE U REPUBLICI SRBIJI“

*PALGO centar, Stalna konferencija gradova i opština,
Beograd, 2006.*

Pojava monografije *Izvorni prihodi u sistemu finansiranja lokalne samouprave u Republici Srbiji* je potvrda da dobri poznavaoци sistema lokalne samouprave stižu i iz unutrašnjosti Srbije. Autor, Saša Krstić je dugogodišnji radnik opštinske uprave u Valjevu, koji se praktično bavio lokalnim finansijama a sada svoje znanje projektno usavršava na programima USAID-a u Beogradu. Iz dobrog spajanja struke, projektnog aktivizma i nauke, proizašao je magistarski rad pod nazivom „Sistem finansiranja lokalne samouprave u Republici Srbiji, sa posebnim akcentom na izvorne prihode“, odbranjen na Pravnom fakultetu u Beogradu 2005. godine, koji i čini osnov ove knjige.

Recenzentkinja, prof. dr Gordana Ilić-Popov, naglašava da, pored toga što su izlaganje i sadržina knjige koherentno dati, njena posebna vrednost

proizilazi upravo iz autorovog iskustva i poznavanja složenih problema sistema finansiranja lokalne samouprave. Naime, dimenzija njene praktičnosti može se videti u svim istraživačkim delovima knjige, što se kod autora koji dolaze iz naučnog okruženja može manje uočiti. Autorov pristup je kompleментарan sa samom idejom lokalne samouprave – demokratizacija „odozdo“, što je u našem političkom životu teško odbranljiva situacija jer protagonisti te ideje najčešće ne dolaze iz „unutrašnjosti“. Dokaz o ovome pruža deo Ustava Srbije iz 2006. godine, koji se odnosi na lokalnu samoupravu i teritorijalnu organizaciju, iz kojeg se teško može razabrati demokratski položaj lokalnih zajednica u Srbiji. Kada se govori o decentralizaciji, u stvari se uvek misli na centralizaciju – ali u ogledalu, što protagonistima ove ideje izmiče pažnji.

Treba reći da je ovo druga knjiga, ali i druga magistarska teza koja se brani na Pravnom fakultetu u Beogradu, na sličnu temu¹ pa možemo da zaključimo da se radi o inspirativnoj oblasti. Mlađi autor, Saša Kristić je značajno unapredio pristup temi i pri tom je pratio problematiku sistema koji se u našoj zemlji izuzetno brzo, kroz stalne procese reformisanja, opravdano ili neopravdano menja.

Kada se razmatraju problemi finansiranja lokalne samouprave veliku pažnju treba posvetiti rashodnoj strani našeg lokalnog finansijskog sistema. Tu se radi o vrlo heterogenom i za istraživanje teško svodljivom sistemu, pogotovo što programski i projektni sistem u uslovima naših lokalnih budžeta još uvek ne uspeva da se konstituiše i pored pritiska zapadnih razvojnih agencija koji deluju u našim opštinama (pa i USAID-a, podržavaoca ove knjige). Naime, prenošenje težišta upravljanja sa prihodne na rashodnu stranu budžeta u zapadnoj finansijskoj teoriji je još od 1960-ih godina poznato kao „budžetska revolucija“.² Budućim istraživačima za početak predlažemo izvanrednu knji-

gu-udžbenik nobelovca Džozefa Stiglica, koja veliki deo svog obimnog sadržaja posvećuje programima javnih rashoda.³

Osnov istraživanja Saše Kristića je samo deo jedinstvenog koncepta lokalnih javnih finansija, za koji neki finansijski teoretičari smatraju da je i nezavisna teorija u odnosu na već istraženu nacionalnu finansijsku teoriju i politiku. Istraživani deo se odnosi na prihodnu stranu lokalnih javnih finansija, s posebnim akcentom na izvorne lokalne prihode, kao najvažnijem delu lokalnog finansijskog sistema. Kako sam autor navodi, u idealnom smislu, oni bi trebalo da budu i jedini izvor prihoda lokalnih zajednica i izraz njihove potpune autonomnosti i odgovornosti za proizvodnju sopstvenog lokalnog javnog dobra.

U prvom delu knjige autor daje osnovne karakteristike sistema lokalne samouprave, kao i samog predmeta istraživanja – lokalnih javnih finansija. Izabrani predmet istraživanja pojmovno je prikazan na komparativan način, uz korišćenje poznate domaće i strane izvorne literature o ovoj temi. Autor u fusnotama iznosi i svoja zapažanja o izabranoj temi koja su izneta na korektan i informativan način.

¹ Momo Kijanović, *Lokalni javni prihodi u sistemu javnih prihoda Republika Srbije*, Muzej u Prijepolju, Prijepolje, 1999.

² Ljubomir Madžar, Aleksandar Jovanović, *Osnovi teorije razvoja i planiranja*, Savremena administracija, Beograd, 1990., str. 137.

³ Joseph E. Stiglitz, *Ekonomija javnog sektora*, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004.

Pristup temi je normativno-politički i ekonomsko-politički, što je uvećalo preciznost iznetih stavova koji dodiruju i druge pobočne naučne discipline (kao što su urbana ekonomija, politička ekonomija prostora, urbana sociologija, sociologija naselja i dr.). Posebno izdvajamo autorov osvrt na lokalne eksterne efekte koji su ekonomski i socijalni osnov teorije lokalne ekonomije, što pokazuje njegov dobar „nerv“ za raspoznavanje suštine teme koje se poduhvatio.

U nastavku istog dela knjige autor uvodi čitaoca u sam predmet istraživanja – sistem lokalnih javnih prihoda, obuhvatajući ga pojmovno, iznoseći mu osnovne odlike i klasifikacione karakteristike, postavljajući ga precizno unutar jedinstvenog sistema javnih prihoda. Metodološki korektno postavljen pojmovni aparat će omogućiti konzistentnost u kasnijim iznošenjima rezultata autorovih zapažanja. Ovde još jednom posebno izdvajamo autorov osvrt na fiskalnu decentralizaciju koja je temeljni osnov postojanja sistema lokalnih javnih prihoda. Pošto mu je dominantan normativni pristup, autor nije produbljivao temu širokim raspravama o fiskalnoj decentralizaciji, odnosno fiskalnom federalizmu, koja traje u naučnoj javnosti više od polovine veka.

Centralni deo izlaganja posvećen je sistemu finansiranja lokalne samouprave u Srbiji koji je zahvatio gotovo tri četvrtine knjige. U njemu je

centralna tema ona koja je i u naslovu lokalni izvorni prihodi, koji su obrađeni svestrano, detaljno i značajki. Naravno da nije izostao i prikaz okruženja u kome živi ovaj podsystem. Posebna vrednost ovog dela istraživanja je što je obogaćen ekonomsko-statističkom analizom izvornih prihoda nekih izabраниh opština u Srbiji (sa kojima se autor verovatno susretao u svom redovnom poslu), kao i uporedna analiza efekata prethodnog i tekućeg sistema finansiranja lokalne samouprave u Srbiji. Ne ulazeći u detalje strukture ovog dela knjige, koja je razučena i instruktivna, prepuštamo čitaocima, a pogotovo praktičarima u našim opštinama, da se s njom detaljnije upoznaju sami.

U zaključnom delu izneti su osnovni završni stavovi autora u odnosu na strukturu iznetog izlaganja. U njemu je on prospektivno izneo i niz predloga za reformu sistema finansiranja jedinica lokalne samouprave koje su proizašle iz iznete analize. Da je autor bio na dobrom putu potvrdile su i stvarne promene u ovom sistemu koje su u međuvremenu preduzete od strane centralnih organa vlasti. To je istovremeno i potvrda dobro savladane izabrane teme i svrsishovitosti intelektualnog napora autora.

Knjiga se završava spisikom korišćene literature, ali i spisikom korišćenih propisa kojim se zaokružuje normativna osnova celokupnog istraživanja.

Na kraju iznosimo i nekoliko nedostataka knjige sa željom da ih autor i izdavači u eventualnim budućim izdanjima isprave:

1) Formulacije „viši i niži“ nivoi vlasti, kao moguće ideološko nerazumevanje osnovne demokratske ideje vertikalne supsidijarnosti, može da „odvuče“ na odnos nadređenosti i podređenosti u vertikalnoj hijerarhiji, što sama suština lokalne samouprave ne podrazumeva. U stvari, protivi joj se. Mnogo precizniji i jasniji pojmovi su „uži i širi“ nivoi organizacije jedne nacionalne zajednice jer izražavaju prostornost kao osnov ovog sistema.

2) Čarls Tajbaut je naša transkripcija imena roдонаčelnika tržišne teorije lokalnih zajednica, poznate kao „Tajbautova hipoteza“,⁴ pa predlažemo autoru da u nejasnim slučajevima koristi izvornu transkripciju, ili u eventualnom budućem novom izdanju izvrši ovu ispravku.

3) Bez obzira što je preduzeto istraživanje izvorno izvedeno na Pravnom fakultetu u Beogradu, autor je ipak diplomirani ekonomist i mogao je više da posveti pažnju i ovim uglom razmišljanja, a ne dominantno normativno-političkim diskursom.

4) Izdavačima skrećemo pažnju da nisu najsrećnije izabrali veličinu fon-

ta, tako da je veliki napor da se sadržina knjige prati. Taj napor se uvećava izabranom formom prikazivanja pasusa, što ostavlja utisak nepreglednosti teksta i onemogućuje ukršteno čitanje teksta.

Iz svega iznetog proizilazi da je knjiga Saše Kristića još jedan rezultat dobrog i korisnog rada u istraživanju lokalnog finansijskog sistema u nas, još jedan proizvod magistarskog programa Pravnog fakulteta u Beogradu i pravi efekat smislenog izdavačkog rada PALGO centra i Stalne konferencije gradova i opština Srbije na obogaćivanju neistražene a važne naučne oblasti. Zato je ovim prikazom i preporučujemo široj čitalačkoj publici jer su izvorni prihodi naših lokalnih zajednica obrađeni na izvestan prospektivan način, čime se ovoj, u osnovi normativistički obrađenoj temi, od strane autora dodaje izvesna živost i interesantnost izlaganja.

Mr Jovica CVETKOVIĆ

⁴ Charles M. Tiebout, „A Pure Theory of Local Expenditures“, Journal of Public Economy, Vol. 64 Oct. 1956, p.p. 416-424.

UPUTSTVO ZA PRIPREMU RADOVA ZA OBJAVLJIVANJE U ČASOPISU FINANSIJE

Poštovani autori,

U ovom uputstvu je opisano na koji način treba pripremiti radove za objavljivanje u časopisu FINANSIJE:

- Radove pisati na srpskom (latinica) ili engleskom jeziku;
- Font je Times New Roman (Latin) veličine 12 citera za osnovni tekst i 10 za fusnote;
- Rad pisati koristeći MS Word za Windows (tastatura za srpsku latinicu) ili neki od kompatibilnih programa za pripremu teksta;
- Radovi se dostavljaju obavezno u elektronskom obliku (na disketi ili kao dodatak elektronskoj pošti) i, poželjno, odštampani u dva primerka;
- Standardni format stranice je A-4;

Naslovi i podnaslovi:

- Glavni naslov rada piše se na sredini prve stranice rukopisa na srpskom (verzal 18 citera), a ispod njega naslov na engleskom jeziku (verzal 16 citera);
- Ime i prezime autora, pišu se ispod naslova (verzal 14 citera); naziv i mesto institucije autora daju se u produžetku imena autora.
- Posle naslova rada i imena autora, napisati kratak rezime (5-10 redova) na srpskom i na engleskom jeziku;
- Ispod svakog rezimea (na srpskom i engleskom) navesti ključne reči (verzal).

Literatura:

- U spisku literature, na kraju rada, reference se daju po sledećem primeru: Debreu, G. [1959]. *Theory of value*, Yale University Press, New Haven, p. 23. Jovanović, D. [2002] „Finansiranje privrednog razvoja i modeli rasta“, *Finansije*, br. 3-4/2002. str. 12-23.
- Literatura u tekstu i fusnotama navodi se po imenu prvog autora ili institucije koja je izdala publikaciju i godini izdanja u uglastim zagradama, na primer, Debreu [1959] ili Jovanović [2002];

Nadamo se da ćete preporučena uputstva koristiti i unapred vam se zahvaljujemo.

Uređivački odbor časopisa *FINANSIJE*

**CIP – Katalogizacija u publikaciji Narodna biblioteka Srbije, Beograd
336**

**FINANSIJE: časopis za teoriju i praksu finansija/ Glavni i odgovorni
urednik: Dušan Vujović. –Godina1.br.1 (1946.) – Beograd:
Ministarstvo finansija Republike
Srbije, 1946. -24 cm.**

**ISSN 0015 – 2145 – Finansije
COBISS.SR-ID 36631**