

2013.

FINANSIJE

1 - 6

# FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXVIII  
Broj 1-6/2013.  
Beograd  
ISSN 0015-2145  
UDK 336

Iz sadržaja:

Dr Zvonko BRNJAS, dr Božo DRAŠKOVIĆ, dr Ivan STOŠIĆ  
STANJE I DINAMIKA ZADUŽIVANJA JEDINICA LOKALNE SAMOUPRAVE U  
SRBIJI (2006-2012)

Mr Natalija BOROVIĆ, dr Vladimir ZAKIĆ  
ULOGA I ZNAČAJ INTERNE REVIZIJE ZA UNAPREĐENJE UPRAVLJAČKE  
FUNKCIJE BUDŽETSKIH KORISNIKA

Dr Jadranka ĐUROVIĆ-TODOROVIĆ, dr Marina ĐORĐEVIĆ  
KOMPARATIVNI PRIKAZ OPOREZIVANJA DOBITI PREDUZEĆA  
U RAZVIJENIM ZEMLJAMA

Prof. dr Petar ĐUKIĆ  
DOPRINOS SRBIJE I EX JUGOSLAVIJE PRAKSI I TEORIJI HIPERINFLACIJE

Dr Ivan MARKOVIĆ  
EKONOMSKA POLITIKA versus VALUTNA KRIZA

Mba Mirela MOMČILOVIĆ, dr Slaviša ĐUKANOVIĆ, mr Sanja VLAOVIĆ- BEGOVIĆ  
JEDNOFAZNI I VIŠEFAZNI MODELI DISKONTOVANJA DIVIDENDI U FUNKCIJI  
ODREĐIVANJA VREDNOSTI AKCIJA

Dr Goran NIKOLIĆ, dr Srđan CVETKOVIĆ  
UTICAJ REPRESIJE NA PRIVREDNI RAST U SFRJ - EMPIRIJSKI NALAZI

Vesna ZLATANOVIĆ  
KARAKTERISTIKE ŽIVOTNOG STANDARDA DOMAĆINSTAVA U REPUBLICI  
SRBIJI

REPUBLIKA SRBIJA  
MINISTARSTVO FINANSIJA

**Osnivač i izdavač:**

Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Kneza Miloša 20.

[www.mfin.gov.rs](http://www.mfin.gov.rs)

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

**Za izdavača:** Lazar Krstić

**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: [vesna.djukic@mfin.gov.rs](mailto:vesna.djukic@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.*

|                                                                                                                                      |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><i>Izuzetan doprinos razvoju časopisa dali su:<br/>dr Bogoljub Lazarević, dr Milan Golijanin i prof. dr Miroslav Petrović</i></p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|



## *FINANSIJE*

*Časopis za teoriju i praksu finansija*

*68 godina, br. 1-6/2013.*

*Beograd*

## S A D R Ž A J

### JAVNE FINANSIJE

Dr Zvonko BRNJAS, dr Božo  
DRAŠKOVIĆ, dr Ivan STOŠIĆ  
STANJE I DINAMIKA  
ZADUŽIVANJA JEDINICA  
LOKALNE SAMOUPRAVE U SRBI-  
JI (2006-2012)  
str. 9

Mr Natalija BOROVIĆ,  
dr Vladimir ZAKIĆ  
ULOGA I ZNAČAJ INTERNE  
REVIZIJE ZA UNAPREĐENJE  
UPRAVLJAČKE FUNKCIJE  
BUDŽETSKIH KORISNIKA  
str. 23

Dr Jadranka ĐUROVIĆ-TODOROVIĆ,  
dr Marina ĐORĐEVIĆ  
KOMPARATIVNI PRIKAZ  
OPOREZIVANJA DOBITI  
PREDUZEĆA U RAZVIJENIM  
ZEMLJAMA  
str. 37

Mr Miloš MILOŠEVIĆ  
HARMONIZACIJA FINANSIJSKOG  
IZVEŠTAVANJA U ZEMLJAMA  
ISTOČNE EVROPE  
str. 59

### MONETARNA POLITIKA

Prof. dr Petar ĐUKIĆ  
DOPRINOS SRBIJE I EX  
JUGOSLAVIJE PRAKSI I TEORIJI  
HIPERINFLACIJE  
str. 79

Dr Ivan MARKOVIĆ  
EKONOMSKA POLITIKA versus  
VALUTNA KRIZA  
str. 107

### BANKARSKI SISTEM EVROPSKE UNIJE

Dr Dragan MOMIROVIĆ  
SUVERENA DUŽNIČKA KRIZA I  
ULOGA EVROPSKE CENTRALNE  
BANKE  
str. 122

Dr Lidija BARJAKTAROVIĆ, Ma  
Maja PAUNOVIĆ  
TESTIRANJE OTPORNOSTI NA  
STRES U BANKARSKOM SEK-  
TORU I BAZELSKI SPORAZUMI  
str. 142

### FINANSIJSKA TRŽIŠTA

Mba Mirela MOMČILOVIĆ, prof. dr  
Slaviša ĐUKANOVIĆ, mr Sanja  
VLAOVIĆ- BEGOVIĆ



JEDNOFAZNI I VIŠEFAZNI MODELI  
DISKONTOVANJA DIVIDENDI  
U FUNKCIJI ODREĐIVANJA  
VREDNOSTI AKCIJA

str. 162

Dr Nermina POBRIĆ  
ANALIZA DETERMINANTI OBLI-  
KA KRIVE PRINOSA NA NOVIM  
FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

str. 178

Mr Bogdan POPOVIĆ  
PROBLEM UTVRĐIVANJA  
DISKONTNE STOPE

str. 197

### OPŠTE EKONOMSKE TEME

Dr Goran NIKOLIĆ, dr Srđan  
CVETKOVIĆ  
UTICAJ REPRESIJE NA  
PRIVREDNI RAST U SFRJ -  
EMPIRIJSKI NALAZI

str. 208

Vesna ZLATANOVIĆ  
KARAKTERISTIKE ŽIVOTNOG  
STANDARDA DOMAĆINSTAVA  
U REPUBLICI SRBIJI

str. 232

### JUBILEJI

85 GODINA EKONOMSKIH  
I MONETARNIH ISTRAŽIVANJA  
U HARODNOJ BANCII SRBIJE

Dr Milan ŠOJIĆ

str. 259

### PRIKAZI

Deni RODRIK: „PARADOKS GLOB-  
ALIZACIJE: ZAŠTO SVETSKO  
TRŽIŠTE, DRŽAVE I DEMOKRATI-  
JA NE IDU ZAJEDNO“

Dr Biljana VITKOVIĆ

str. 264

Nataša GOLUBOVIĆ:  
„DRUŠTVENA EKONOMIKA“

Mr Jovica CVETKOVIĆ

str. 273

## *FINANCE*

*Journal for the theory  
and practice of finance  
68 years, No 1-6/2013  
Belgrade*

### **C O N T E N T S**

#### **PUBLIC FINANCES**

Zvonko BRNJAS, PhD, Božo  
DRAŠKOVIĆ, PhD, Ivan STOŠIĆ,  
PhD  
STATE AND DYNAMICS OF SER-  
BIAN LOCAL GOVERNMENTS  
BORROWING (2006-2012)  
p. 9

Natalija BOROVIĆ, Vladimir  
ZAKIĆ, PhD  
ROLE AND IMPORTANCE OF  
INTERNAL AUDIT FOR IMPROVE-  
MENT OF BUDGET USER MAN-  
AGEMENT FUNCTION  
p. 23

Jadranka ĐUROVIĆ-TODOROVIĆ,  
PhD, Marina ĐORĐEVIĆ, PhD  
COMPARATION OF CORPORATE  
TAXATION IN DEVELOPED  
COUNTRIES  
p. 37

Miloš MILOŠEVIĆ  
EAST EUROPE COUNTRIES  
FINANCIAL REPORTING HAR-  
MONISATION  
p. 59

#### **MONETARY POLICY**

Professor Petar ĐUKIĆ, PhD  
CONTRIBUTION OF SERBIA AND  
FORMER YUGOSLAVIA  
TO THE PRACTICE AND THEORY  
OF HYPERINFLATION  
p. 79

Ivan MARKOVIĆ, PhD  
ECONOMIC POLICY versus CUR-  
RENCY CRISIS  
p. 107

#### **BANKING SYSTEM OF THE EUROPEAN UNION**

Dragan MOMIROVIĆ, PhD  
SOVEREIGN DEBT CRISIS AND  
THE ROLE OF THE EUROPEAN  
CENTRAL BANK  
p. 122

Lidija BARJAKTAROVIĆ, PhD,  
Maja PAUNOVIĆ, MA  
STRESS TESTING IN BANKING  
SECTOR AND BASEL ACCORDS  
p. 142

#### **FINANCIAL MARKETS**

Mirela MOMČILOVIĆ, MBA,  
Professor Slaviša ĐUKANOVIĆ, PhD,

Sanja VLAOVIĆ- BEGOVIĆ  
SINGLE PHASE AND MULTI-  
PHASE MODELS OF DIVIDEND  
DISCOUNT IN FUNCTION OF  
DETERMINING VALUE OF  
SHARES

p. 162

Nermina POBRIĆ, PhD  
ANALYSIS OF YIELD CURVE  
SHAPE DETERMINANTS IN  
EMERGING MARKETS

p. 178

Bogdan POPOVIĆ  
DETERMINING DISCOUNT RATE

p. 197

### **GENERAL ECONOMIC THEORY**

Goran NIKOLIĆ, PhD, Srđan  
CVETKOVIĆ, PhD  
REPRESSION IMPACT ON ECO-  
NOMIC GROWTH IN THE SFRY –  
EMPIRICAL FINDINGS

p. 208

Vesna ZLATANOVIĆ  
CHARACTERISTICS OF HOUSE-  
HOLDS LIVING CONDITIONS IN  
THE REPUBLIC OF SERBIA

p. 232

### **JUBILEES**

85 YEARS OF ECONOMIC AND  
MONETARY RESEARCH IN THE  
NATIONAL BANK OF SERBIA

dr Milan ŠOJIĆ

p. 259

### **REVIEWS**

Deni RODRIK:“ THE GLOBALIZA-  
TION PARADOX: DEMOCRACY  
AND THE FUTURE OF THE  
WORLD DEMOCRACY“

Dr Biljana VITKOVIĆ

p. 264

Nataša GOLUBOVIĆ:  
„SOCIAL ECONOMICS“  
Jovica CVETKOVIĆ

p. 273

### **Poštovani čitaoci, autori i saradnici časopisa *Finansije***

U časopisu *Finansije*, broj 1-6/2011. str. 172-199. objavljen je rad autora prof. dr Siniše Ostojića, pod nazivom „Uticaj globalne recesije na reformu penzijskih sistema u ekonomijama Centralne i Istočne Evrope“.

Dana 25. IV 2013. Uređivački odbor časopisa *Finansije* dobio je obaveštenje u kome gospodin Nikola Altiparmakov navodi:

„Prosleđujem vam analizu Svetske banke iz novembra 2009. godine, pod nazivom: ‚Pensions in Crisis: Europe and Central Asia Regional Policy Note‘.

Članak koji je u pretposlednjem broju *Finansija* objavio prof. dr. Siniša Ostojić – je prevod i prepričavanje ove analize Svetske banke, čak su i svi grafikoni i tabele u radu prof. Ostojića prekopirani iz rada Svetske banke (bez navođenja izvora).

S obzirom da se intenzivno bavim istraživanjem u oblasti penzijskih sistema, primetio sam ovaj plagijat i želeo da vas o tome obavestim.”

Uvidom u sadržinu navedenih tekstova uverili smo se u tačnost iznetih navoda.

Uređivački odbor časopisa *Finansije* zahvaljuje gospodinu Nikoli Altiparmakovu na obaveštenju i smatra da se u navedenom slučaju radi o profesionalnom prekršaju u naučnom radu prof. dr Siniše Ostojića.



Rad primljen: 8. 7. 2013.  
UDK:336.14:352(497.11)“2006/2012“ ; 336.274.6:352  
ID BROJ: 203286028  
Stručni rad

## STANJE I DINAMIKA ZADUŽIVANJA JEDINICA LOKALNE SAMOUPRAVE U SRBIJI (2006-2012)

### *STATE AND DYNAMICS OF SERBIAN LOCAL GOVERNMENTS BORROWING (2006-2012)*

**Dr Zvonko BRNJAS**, Beogradska bankarska akademija, Beograd,  
**Dr Božo DRAŠKOVIĆ**, Institut ekonomskih nauka, Beograd,  
**Dr Ivan STOŠIĆ**, Institut ekonomskih nauka, Beograd

#### Rezime

U radu je prikazana aktuelna situacija u jedinicama lokalnih samouprava (JLS) u Srbiji u oblasti zaduživanja. Nakon kratkog prikaza pravnog okvira zaduživanja JLS prikazani su rezultati analize stanja njihove zaduženosti zabeleženog na kraju 2012. godine, a zatim i rezultati analize dinamike njihovog zaduživanja u periodu od 2008. do 2012. godine. Analize su pokazale da je nivo zaduženosti JLS u Srbiji relativno nizak i da posmatrano u odnosu na važeće zakonske limite, one još uvek imaju dosta prostora za zaduživanje. Ovakav zaključak međutim ne važi za grad Beograd koji je u 2012. godini za čitavih 46% preva-  
zišao svoj zakonski limit za zaduživanje.

**Ključne reči:** JEDINICE LOKALNIH SAMOUPRAVA, LOKALNI BUDŽETI, ZADUŽIVANJE, PRAVNI OKVIR, DUGOROČNI I KRATKOROČNI KREDITI

## Summary

*The article is presenting the current situation in the local governments in Serbia in the area of borrowing. After brief overview of the legal framework of LSs borrowing the results of the analysis of LGs indebtedness at the end of 2012 are presented. In the following lines are presented the dynamics and main characteristics of LGs borrowing in the period from 2008 to 2012. The analysis has shown that the level of LGs in Serbia indebtedness is relatively low and that looking from the point of their legal limits, they still have considerable room for further borrowing. This conclusion could not be applied to the City of Belgrade which has outgrown its legal borrowing limit for 46%.*

**Key Words:** LOCAL GOVERNMENTS, LOCAL BUDGETS, LOCAL GOVERNMENT FINANCING, BORROWING LEGAL FRAMEWORK, LONG AND SHORT TERM CREDITS

## 1. ZADUŽIVANJE KAO IZVOR FINANSIRANJA JEDINICA LOKALNIH SAMOUPRAVA U SRBIJI

Jedinice lokalnih samouprava (JLS), tj. gradovi i opštine u Srbiji, obavljanje svojih nadležnosti finansiraju iz svojih lokalnih budžeta koji se formiraju prilikom po nekoliko osnovi. Pojednostavljeno posmatrano JLS, kao i svi privredni i neprivredni subjekti, mogu da finansiraju svoje aktivnosti najpre iz svojih prihoda: sistem finansiranja JLS u Srbiji razlikuje vlastite ili izvorne prihode, ustupljene i prihode (prilive) koje u formi transfera dolaze sa viših nivoa vlasti. U situaciji kada ova sredstva nisu dovoljna, JLS mogu potrebna dodatna sredstva da obezbede iz eksternih finansijskih izvora, tj. mogu da se zadužuju.

Slično situacijama koje su karakteristične za privredne subjekte, i kod JLS se postavljaju dva ključna pitanja u oblasti finansija. Prvo je da li imaju do-

voljno likvidnih sredstava da pokriju svoje tekuće finansijske obaveze koje kontinuirano pristižu na podmirivanje; i drugo, da li imaju dovoljno sredstava da finansiraju svoje razvojne potrebe, tj. svoje dugoročne kapitalne projekte. U zavisnosti od ovoga, JLS će se okrenuti eksternim izvorima finansiranja, tj. zaduživanju kao izvoru dodatnih finansijskih sredstava u sledeće dve situacije:

- prva se odnosi na situaciju kada JLS na kratak rok nema dovoljno sredstava da pokrije neke od svojih tekućih obaveza iz bilo koje od grupa nadležnosti;
- druga je kada nema dovoljno sredstava za finansiranje dugoročnih obaveza, pre svega, ulaganja u različite kapitalne projekte.

U prvom slučaju radi se o pitanjima likvidnosti JLS, a u drugom o pitanju dovoljnog budžetskog operativnog suficita, tj. viška slobodnih sredstava koji ostaje nakon pokrivanja svih tekućih obaveza.

U razvijenim zemljama lokalne samouprave danas obavljaju niz vrlo značajnih nadležnosti, koje prevazilaze tradicionalne okvire uređivanja života na jednoj užoj teritoriji i obavljanja određenih socijalnih funkcija vezane za stanovništvo, koje živi na toj teritoriji i ulaze u oblasti podsticanja ekonomskog razvoja u najširem smislu. One to danas čine čitavim nizom mera i aktivnosti koje se kreću od onih kojima se stvara opšti razvojni ambijent na njihovoj teritoriji (npr. uticaj na obrazovni sistem i na razvoj ljudskih resursa, podsticanje zapošljavanja, privlačenje domaćih i stranih investicija i dr.), pa do direktnog uključivanja u privredne aktivnosti investiranjem u određene privredno-infrastrukturne kapacitete, kao i formiranjem lokalnih preduzeća za obavljanja određenih privrednih delatnosti.

U takvim uslovima zaduživanje je postalo nezaobilazan izvor finansiranja i sastavni deo upravljačkog procesa u oblasti finansija u JLS. Uspostavljanje efektivnog sistema upravljanja dugom u JLS ima veliki značaj i višestruke efekte na uspostavljanje i očuvanje dugoročnih finansijskih kapaciteta JLS. Među neke od značajnijih pozitivnih efekata, mogli bi se izdvojiti sledeći:

- **obezbeđivanje sredstava potrebnih za realizaciju značajnih kapitalnih projekata** - Zaduzivanje može da predstavlja efektivan način obezbeđivanja dodatnih sredstava za realizaciju kapitalnih investicija kojima se zadovoljavaju neke od vitalnih dugoročnih potreba građana na te-

ritorijama lokalnih zajednica, a koji se inače ne bi mogla obezbediti iz redovnih prihoda JLS, ili se to ne bi moglo učiniti u kraćem vremenskom periodu;

- **veći stepen efikasnosti u upravljanju javnim sredstvima** - Dobrim upravljanjem dugom, lokalna samouprava može značajno da snizi troškove finansiranja svojih tekućih i kapitalnih rashoda, tako što se obezbeđuju dugovi po najnižim cenama (najniže kamate na kredite);
- **obezbeđivanje višeg stepena odgovornosti u upravljanju javnim sredstvima** - Dobro upravljanje dugom u JLS podrazumeva da se prethodno definišu jasni kriterijumi vezani za visinu zaduživanja čime se sužava prostor neodgovornog ponašanja i rasipanja sredstava poreskih obveznika;
- **unapređenje kreditnog rejtinga JLS** - Dobro pripremljena i eksplicitno formulisana pravila i procedure upravljanja dugom, podižu kreditni rejting JLS tako što se ona pred potencijalnim poveriocima (bankama i drugim finansijskim institucijama) predstavlja kao odgovoran i pouzdan partner;
- **unapređenje renomea JLS i njene uprave** - Dobro planiranom i implementiranom politikom zaduživanja lokalna samouprava može da stekne reputaciju i ugled odgovorne JLS, kako kod poslovne zajednice, tako i kod vlastitih građana;
- **i drugo.**



### 2. PRAVNI OKVIR ZADUŽIVANJA JEDINICA LOKALNE SAMOUPRAVE U SRBIJI

Imajući u vidu značaj zaduživanja i njegov potencijalni uticaj na finansijsku poziciju JLS, najvažnija pitanja iz ove oblasti regulišu se zakonskim propisima koji se donose na nivou nacionalnog zakonodavstva, ali i lokalnom regulativom. Poslednja uključuje propise koje donosi lokalna skupština, kao i politike i procedure koje formulišu njeni organi uprave kojima se uređuje ovaj proces.

Najširi pravni okvir zaduživanja lokalnih samouprava u Srbiji definisan je sa više zakona koji na direktan ili indirektan način uređuju ovu oblast<sup>1</sup>. Zakon koji na eksplicitan način reguliše pitanje zaduživanja lokalne samouprave i koji u tom smislu predstavlja temeljni zakon u ovoj oblasti jeste Zakon o javnom dugu. Ovaj zakon vrlo detaljno reguliše pitanje zaduživanje subjekata javnog sektora, pa se tako njegov najveći deo odnosi na uređivanje zaduživanja centralnog nivoa (Republike), a jedan deo (članovi od 33 do 38) se odnosi na zaduživanje lokalnih samouprava. Ključna rešenja u ovom domenu su sledeća:

- **Samostalnost JLS u donošenju odluka u vezi sa zaduživanjem** - Lokalne samouprave su samostalne u donošenju odluke o zaduživanju. Organ nadležan za donošenje ove odluke je lokalna skupština. Ova samostalnost je ograničena time da LS, pre konačnog čina zaduživanja, mora da pribavi mišljenje Ministarstva finansija o njenom statusu u pogledu iskorišćenosti zakonskog limita zaduživanja koji je takođe definisan ovim zakonom. Ministarstvo je dužno da svoje mišljenje pošalje u roku od 15 dana. Ukoliko to ne učini smatra se da je dato pozitivno mišljenje.
- **Mogućnost zaduživanja u zemlji i inostranstvu** - Lokalne samouprave se mogu zadužiti u zemlji i inostranstvu, što znači da mogu da „povuku“ kredite u dinarskim i u stranim valutama i to po kratkoročnim i dugoročnim osnovama.
- **Kratkoročno zaduživanje** - Lokalne samouprave u Srbiji mogu da uzimaju kratkoročne kredite za potrebe prevazilaženja problema vezanih za tekuću likvidnost do kojih povremeno može da dođe zbog neravnoteže u prilivima javnih prihoda i odliva javnih rashoda. Zakonom su precizno definisani uslovi ovakve vrste zaduživanja. Njime je, između ostalog, regulisano sledeće:

---

<sup>1</sup> Zakon o javnom dugu (2005, 2009, 2011); Zakon o finansiranju lokalnih samouprava (2006, 2011, 2012); Zakon o budžetskom sistemu (2009, 2010, 2011 i 2012); Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (2006); Zakon o javnim nabavkama (2008, 2012); i dr.

- ukupan iznos duga za ove name- ne mora se vratiti pre kraja budžetske godine u kojoj je dug ugovoren i ne može se refinansirati ili preneti u narednu budžet- sku godinu;
- ovaj dug ne može u toku budžet- ske godine da pređe nivo od 5% od ukupno ostvarenih tekućih pri- hoda lokalnog budžeta iz prethod- ne godine.
- **Dugoročno zaduživanje lokalne vlasti** - Lokalne samouprave mo- gu se dugoročno zaduživati is- ključivo za potrebe finansiranja ili refinansiranja kapitalnih investi- cionih rashoda. Zakonom su od- ređeni limiti u pogledu ove vrste zaduživanja i to:
- iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja ne može biti veći od 50% od ukupno ostvarenih te- kućih prihoda lokalnog budžeta u prethodnoj godini;
- istovremeno, iznos glavnice i ka- mate koji dospeva u svakoj godi- ni po ovoj osnovi (dugoročni dug za finansiranje kapitalnih investi- cionih rashoda), ne može biti veći od 15% od ukupno ostvarenih te- kućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini.
- **Emitovanje opštinskih (muni- cipalnih) obveznica** - Lokalne sa- mouprave se mogu zaduživati i emitovanjem hartija od vrednosti, tzv. municipalnim obveznicama, na otvorenom tržištu kapitala. Za- konom o javnom dugu naznačena

je ova mogućnost, a ona je dalje detaljno regulisana Zakonom o hartijama o vrednosti.

- **Izdavanje garancija** - Lokalne sa- mouprave nemaju prava da izdaju garancije i da na ovaj način učestvuju u finansijskom prometu. To formalno, dakle, nije moguće ni u situacijama u kojima su u pita- nju subjekti sa kojima su LS u di- rektnom odnosu (npr. sa lokalnim javnim komunalnim preduzećima čiji su LS osnivači) i kada imaju interesa da podrže realizaciju nji- hovih kapitalnih projekata (npr. u projektima izgradnje komunalne infrastrukture u kojima LS imaju neposredni interes da ih podrže).
- **Regresno pravo** - S druge strane, Republika ima ovlašćenja da izda- je garancije, odnosno kontragaran- cije, i na taj način obezbedi obave- ze JLS. Ukoliko se dogodi da u ovakvim specifičnim situacijama lokalna samouprava nije u stanju da vrati svoj osnovni dug, onda Republika preuzima i vraća taj dug u njeno ime. U ovakvoj situaciji, Republika može da ostvari pravo na povraćaj ovih sredstava tako što će obustaviti prenos transfera i to do visine iznosa ukupne obaveze.
- **Mogućnost plasiranja slobodnih sredstava** - Kao što mogu da se za- duže, lokalne samouprave prema zakonu, u situaciji kada imaju sufi- cit u svom budžetu, mogu da u skla- du sa odgovarajućim stepenom rizi- ka, plasiraju ova sredstva, odnosno obavljaju ostale transakcije s raspo- loživom gotovinom. One to, narav-

no, mogu da čine tek posle podmirivanja svih tekućih nadležnosti i poslova koji se prema pomenutim zakonima finansiraju iz budžeta lokalnih samouprava. Pri tome, kamatna stopa ovih plasmana ne može da bude niža od eskontne stope Narodne banke Srbije.

- **Obaveza informisanja Ministarstva finansija** - JLS su u obavezi da šestomesečno dostavljaju ministarstvu podatke o svim vrstama zaduživanja, o iznosima i otplatama dugova, visinama i nivoima kamatnih stopa. Na osnovu ovih podataka uspostavlja se evidencija i praćenje dostignutog nivoa zaduženosti JLS i vrši se njihovo poređenje sa gore spomenutim limitima. Ukoliko lokalna samouprava dostigne limit zaduženosti (visina duga na nivou od 50%, tj. visina obaveza po osnovu dugova od 15% od tekućih prihoda iz prethodne godine), ona na dalje ne može da računa na saglasnost ministarstva za nove dugove. Eventualnim nepoštovanjem ovog limita, LS se dovodi u situaciju da budu uskraćena za prenos određenih transfernih sredstava.

### **3. STANJE ZADUŽENOSTI JLS U SRBIJI**

U nastavku je prikazano stanje zaduženosti JLS u Srbiji i to najpre po osnovu dugoročnih i zatim po osnovu kratkoročnih dugova. Analiza je načinjena na osnovu izveštaja i podataka Ministarstva finansija, tj. njenih institucija: Uprave za javni dug i Uprave za trezor, za respektivne periode.

#### **3.1. Stanje dugoročne zaduženosti JLS u Srbiji**

U donjoj tabeli može se sagledati stanje zaduženosti jedinica lokalne samouprave u Srbiji u poslednje tri godine (2010-2012) i to prema godišnjim izveštajima za kraj budžetske godine (31. decembar) tekuće godine. Uočljivo je da je nakon velikog skoka zaduženosti na kraju 2011. u odnosu na kraj 2010. (porast ukupnog duga sa oko 50.2 na 78.5 milijardi dinara), u 2012. došlo do usporavanja ovog procesa, pa je ukupan dug JLS na kraju ove godine iznosio 70.4 milijardi dinara.

Ključnu ulogu u ovom procesu je imao Grad Beograd na koji se u svim ovim godinama odnosilo između 65% i

**Tabela 1: Zaduzenost JLS u periodu 2010-2012.**

| <b>Lokalne samouprave/<br/>pokazatelji</b> | <b>Stanje duga, u mil RSD</b> |                     |                     |
|--------------------------------------------|-------------------------------|---------------------|---------------------|
|                                            | <b>31.12. 2010.</b>           | <b>31.12. 2011.</b> | <b>31.12. 2012.</b> |
| Grad Beograd                               | 34,127                        | 55,551              | 46,081              |
| Beogradske opštine                         | 440                           | 848                 | 1,137               |
| JLS bez Beograda i beogradskih opština     | 15,651                        | 22,064              | 23,144              |
| <b>JLS UKUPNO</b>                          | <b>50.218</b>                 | <b>78,462.3</b>     | <b>70,361.0</b>     |

71% ukupnog duga JLS (Tabela 2). Gradske opštine koje formiraju Grad Beograd (njih 17) su se samostalno minimalno zaduživale (njihovo učešće u ukupnom dugu JLS kretalo se od oko 1% do 1.6%). Na sve ostale opštine i gradove otpadalo je između 28% i 33% od ukupnih dugova JLS u Srbiji.

U drugom delu Tabele 2. prikazana je dinamika promena dugova JLS u posmatranom periodu. Nakon velikog rasta duga JLS za čitavih 56% (indeks 1.56) u 2011. u odnosu na 2010. godinu, u 2012. godini je stanje duga umanjeno za 10% (indeks 0.90) u odnosu na prethodnu godinu. Dinamika zaduživanja posmatrano po pojedinim grupama (Grad Beograda,

određen na nivou od 50% od tekućih prihoda u prethodnoj godini. U 2011. godini ovaj limit iznosio je 193,4 mlrd dinara.

Na osnovu podataka iz Tabele 3., može se videti da je Grad Beograd premašio svoj zakonski limit dugoročnog zaduživanja za 46,8%, dok su sve ostale LS dostigle tek 20,6% od spomenutog limita. Gradske beogradske opštine spadaju u JLS koji imaju ispotprosečni stepen zaduženosti: one su u proseku iskoristile oko 38.7% od svog zakonskog limita.

Posmatrano na nivou svih JLS u Srbiji, iskorišćeno je 72.8% zakonskog limita za dugoročno zaduživanje, što je posledica pre svega visoke zaduženosti Grada Beograda.

**Tabela 2: Struktura i promene zaduženosti JLS u periodu 2010-2012.**

| Lokalne samouprave/<br>pokazatelji        | Struktura u % |               |               | Lančani indeksi<br>2010 = 1.00 |             |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------------------------|-------------|
|                                           | 2010          | 2011          | 2012          | 2011/2010                      | 2012/2011   |
| Grad Beograd                              | 68.0%         | 70.8%         | 65.5%         | 1.63                           | 0.83        |
| Beogradske opštine                        | 0.9%          | 1.1%          | 1.6%          | 1.93                           | 1.34        |
| JLS bez Beograda i<br>beogradskih opština | 31.2%         | 28.1%         | 32.9%         | 1.41                           | 1.05        |
| <b>JLS UKUPNO</b>                         | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>1.56</b>                    | <b>0.90</b> |

beogradske opštine i ostale opštine i gradovi) je slična: u 2011. godini je došlo do značajnog skoka zaduženosti, da bi u 2012. godini taj proces bio usporen. Kao što je rečeno, na kraju 2012. godine ukupan dug lokalnih samouprava u Srbiji po osnovu dugoročnih kredita iznosio je 70,4 milijardi dinara. Dostigavši ovaj nivo zaduženosti JLS su iskoristile 72,8% dozvoljenog zakonskog limita koji je inače, kako je gore već spomenuto,

U Tabeli 4. detaljnije su analizirana stanja JLS prema stepenu zaduženosti i njihovom položaju u odnosu na spomenuti zakonski limit<sup>2</sup>. Uočljiva je tendencija pada broja JLS koja nisu koristile dugoročne dugove za finansiranje kapitalnih projekata: od 64 u 2010. taj broj je pao na svega pet u 2012. S dru-

<sup>2</sup> Ovaj broj uključuje i opštine koje su u sastavu gradova (Beograda, Niša i Novog Sada).

## FINANSIJE

**Tabela 3: Stanje dugoročne zaduženosti JLS u Srbiji na dan 31. 12. 2012. godina u odnosu na zakonski limit**

| Lokalne samouprave/<br>pokazatelj      | Tekući prihodi u<br>2011. G.<br>u mil RSD | Limit zaduženja<br>u 2012.<br>u mil. RSD | Stanje duga<br>31.12. 2012.<br>u mil RSD | Iskorišćenje limita<br>u % | Preostali raspoloživi iznos za zaduživanje |              |
|----------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------------|--------------|
|                                        |                                           |                                          |                                          |                            | u mil. RSD                                 | u %          |
| 1                                      | 2                                         | 3                                        | 4                                        | 5 (4/3)                    | 6 (4-3)                                    | 7 (6/3)      |
| Grad Beograd                           | 62,786.0                                  | 31,393.0                                 | 46,080.9                                 | 146.8%                     | (14,687.9)                                 | -46.8%       |
| Beogradske opštine                     | 11,061.0                                  | 5,530.0                                  | 1,136.5                                  | 20.6%                      | 4,393.5                                    | 79.4%        |
| JLS bez Beograda i beogradskih opština | 119,517.0                                 | 59,758.3                                 | 23,143.6                                 | 38.7%                      | 36,614.7                                   | 61.3%        |
| <b>JLS UKUPNO</b>                      | <b>193,364.0</b>                          | <b>96,681.3</b>                          | <b>70,361.0</b>                          | <b>72.8%</b>               | <b>26,320.3</b>                            | <b>27.2%</b> |

**Tabela 4: Pregled JLS prema stepenu iskorišćenja zakonskog limita za zaduživanje, stanje 31. 12. 2010 - 2012. god.**

| Stepen iskorišćenja limita za zaduženje | 2010       |               | 2011       |               | 2012       |               |
|-----------------------------------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|
|                                         | Broj LS    | Struktura u % | Broj LS    | Struktura u % | Broj LS    | Struktura u % |
| 0 %                                     | 64         | 37.2%         | 56         | 32.6%         | 5          | 2.9%          |
| 1 % - 25%                               | 34         | 19.8%         | 46         | 26.7%         | 88         | 51.2%         |
| 26 % - 50%                              | 38         | 22.1%         | 36         | 20.9%         | 52         | 30.2%         |
| 51 % - 75%                              | 27         | 15.7%         | 23         | 13.4%         | 22         | 12.8%         |
| 76 % - 100 %                            | 6          | 3.5%          | 10         | 5.8%          | 3          | 1.7%          |
| Iznad limita                            | 3          | 1.7%          | 1          | 0.6%          | 2          | 1.2%          |
| <b>UKUPNO</b>                           | <b>172</b> | <b>100.0%</b> | <b>172</b> | <b>100.0%</b> | <b>172</b> | <b>100.0%</b> |

ge strane, značajno je povećan broj JLS čiji se stepen zaduženosti kreće unutar okvira od 1%-50% od zakonskog limita (od 72 na 140), što ukazuje da se zaduživanje kao način finansiranja postepeno počinje da usvaja i od strane opština i gradova koje su doskora imali rezerve (ili nisu imale iskustava i kapaciteta) prema korišćenju dugova u finansiranju njihovih razvojnih prioriteta.

Manji broj JLS je imalo dugove koji su se kretali blizu zakonskog limita (između 75% i 100% od limita), dok je Grad Beograd značajno premašivao zakonski limit od 50% tekućih prihoda, s tim da su mu se u tom statusu po-

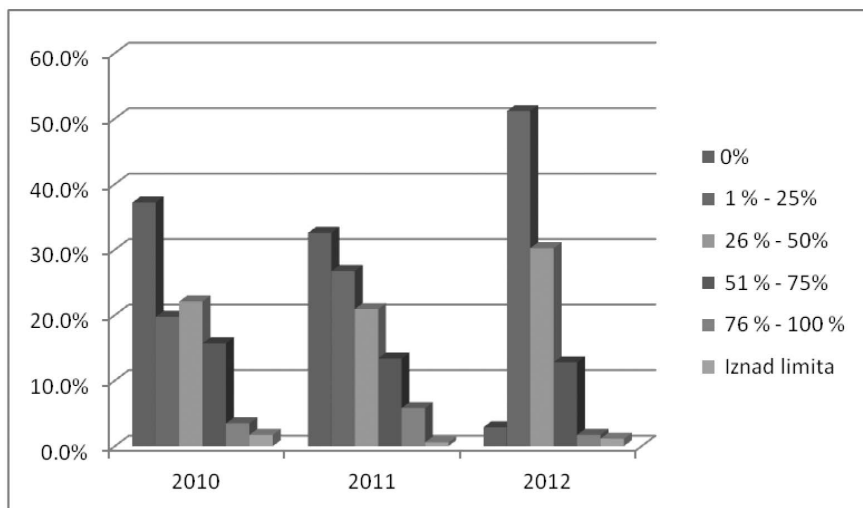
vremeno pridruživale još po neke JLS (u 2010. godini to su bile opštine Batočina i Smederevska Palanka, a u 2012. opština Niška Banja koja je u sastavu Grada Niša).

### 3.2. Stanje kratkoročne zaduženosti JLS

U Tabeli 5. prikazano je stanje zaduženosti JLS po osnovu kratkoročnih kredita. Na kraju 2012. godine ukupan iznos kratkoročnog duga svih JLS u Srbiji iznosio je svega 23.4 miliona dinara. Veličina iznosa kratkoročnog duga, kao i mali broj zaduženih JLS, ukazuje na činjenicu da se ovaj oblik zaduživanja ne

## FINANSIJE

**Grafikon 1: Pregled JLS u Srbiji prema stepenu iskorišćenja zakonskog limita za zaduživanje**



Distribucija JLS prema stepenu zaduženosti prikazana je i u Grafikonu 1.

koristi u značajnijoj meri od strane jedinica lokalnih samouprava u Srbiji.

Lokalne samouprave u celini iskoristile su tek 0,2% od zakonskog limita za kratkoročno zaduživanje (5% od ukupnih tekućih prihoda u prethodnoj godini). JLS koje su iskoristile ovu mogućnost dostigle su u proseku 67,3% svog limita, što je posledica činjenice da su ovaj oblik zaduživanja koristile tek nekoliko manjih opština čije je kapacitet zaduživanja u celini vrlo ograničen.

#### 4. DINAMIKA I STRUKTURA ZADUŽIVANJA JLS U SRBIJI U PERIODU 2008-2012. GOD.

U nastavku je analizirana dinamika primanja lokalnih samouprava u Srbiji po osnovu zaduživanja u periodu 2008-2012. godine. Za razliku od gornje analize u kojoj je prikazano stanje zaduženosti JLS na dan 31. decembar u posmatranim godinama (2010, 2011 i 2012), u narednim redovima analizi-

**Tabela 5: Kratkoročna zaduženost JLS u Srbiji, stanje 31. 12. 2012. god.**

| Lokalne samouprave         | Limit zaduženja u mil RSD | Dug u mil RSD | Preostali raspoloživi iznos za zaduživanje |              |
|----------------------------|---------------------------|---------------|--------------------------------------------|--------------|
|                            |                           |               | u mil RSD                                  | u %          |
| Medveđa                    | 17.7                      | 0.67          | 17.0                                       | 96.2%        |
| Rekovac                    | 13.5                      | 5.96          | 7.5                                        | 55.9%        |
| Svilajnac                  | 41.4                      | 17.14         | 24.3                                       | 58.6%        |
| <b>UKUPNO zadužene JLS</b> | <b>72.6</b>               | <b>23.77</b>  | <b>48.8</b>                                | <b>67.3%</b> |
| <b>UKUPNO sve JLS</b>      | <b>10,844.90</b>          | <b>23.77</b>  | <b>10,821.1</b>                            | <b>99.8%</b> |



rana je dinamika godišnjih priliva sredstava po osnovu zaduživanja u budžete lokalnih samouprava u navedenom periodu.

#### **4.1. Zaduživanje JLS u periodu 2008-2012. godina**

U narednim redovima detaljnije je analizirana dinamika godišnjeg dugoročnog zaduživanja jedinica lokalne samouprave u Srbiji u periodu od 2008. do 2012. godine. Najpre je analizirana dinamika ukupnih priliva u lokalne budžete po osnovu dugoročnih kredita, a u nastavku pažnja je usmerena na učešće pojedinih grupa JLS u zaduživanju i to opština, zatim gradova (bez Grada Beograda) i konačno Grada Beograda kao posebnog specifičnog slučaja.

U posmatranom periodu ukupna godišnja primanja lokalnih budžeta po osnovu kredita su povećana gotovo za 2.1 puta, od 5.9 mlrd. na 12.3 mlrd. dinara. Karakteristično je međutim da su ova primanja kod opštine (znači manje JLS sa manjim budžetima) umanjena: u 2012. god. njihovi prilivi su iznosili 84% od ukupnog iznosa priliva ostvarenog u 2008. godini (797 u odnosu na 952 miliona dinara).

S druge strane, u istom periodu zaduživanje gradova (bez Beograda) imalo je tendenciju stalnog rasta, tako da je po osnovu ovog priliva u njihove budžete u 2008. godini ostvareno 1.3 mlrd. dinara, da bi u 2012. godini ovaj iznos dostigao 3.4 mlrd. dinara (povećanje za 162%).

Proces zaduživanja Grada Beograda u ovom periodu je međutim imao trend intenzivnog rasta. Prilivi po osnovu dugova u gradski budžet su se iz godine u godinu povećavali, pa je u 2012. godini ovaj priliv bio gotovo 2.2 veći od odgovarajućeg priliva u 2008. godini. Odstupanje od ovog trenda desilo se jedino u 2011. godini kada je Beograd imao priliv u svoj budžet od 3.1 mlrd. dinara, što je bilo nešto manji iznos u poređenju sa 2008. godinom (3.7 mlrd. dinara), a značajno niži u odnosu na priliv iz 2011. (11.5 mlrd. dinara).

Kao posledica ovoga, učešće duga grada Beograda u ukupnom dugu JLS u Srbiji je bilo dominantno u svim posmatranim godinama osim u 2011. godini. Ono je iznosilo između 62.3% (2008) do 74.2% (2010). Relativno niže učešće Grada Beograda u ukupnim dugovima JLS u Srbiji od 18.6% iskazano je samo u 2011. godini. Kretanje učešća ovih gru-

**Tabela 6: Godišnji budžetski prilivi po osnovu zaduživanja JLS u periodu 2008-2012, u mil. RSD**

| <b>JLS/Godine</b>             | <b>2008</b>    | <b>2009</b>    | <b>2010</b>     | <b>2011</b>     | <b>2012</b>     |
|-------------------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Opštine                       | 951.6          | 1,309.8        | 1,754.0         | 1,262.7         | 797.3           |
| Gradovi (bez Beograda)        | 1,261.2        | 1,359.5        | 2,255.0         | 5,447.7         | 3,351.5         |
| Beograd                       | 3,650.2        | 5,615.7        | 11,547.3        | 3,064.3         | 8,191.1         |
| <b>SVEUKUPNO JLS u SRBIJI</b> | <b>5,863.0</b> | <b>8,285.1</b> | <b>15,556.2</b> | <b>16,485.0</b> | <b>12,339.8</b> |

## FINANSIJE

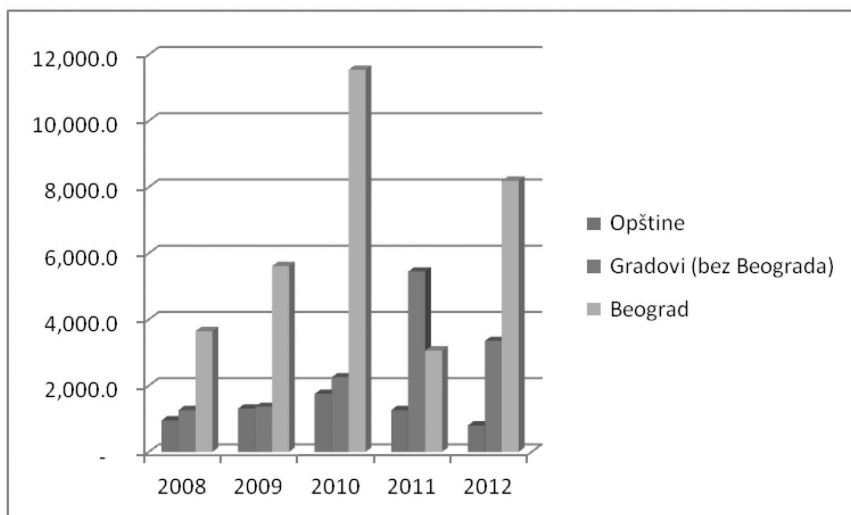
pa JLS i Beograda u ukupnim budžetskim prilivima JLS iz duga tokom posmatranog perioda je prikazano i na Grafikonu 2.

Beograd od ostalih JLS, tako daje je u Tabeli 8. prikazana promena ovog pokazatelja u posmatrana u periodu (2008.-2012.) posebno za grad Beograd

Tabela 7: **Struktura godišnjih budžetskih priliva po osnovu zaduživanja po grupama JLS u periodu 2008-2012, u mil. RSD**

| JLS/Godine                    | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Opštine                       | 16.2%         | 15.8%         | 11.3%         | 7.7%          | 6.5%          |
| Gradovi (bez Beograda)        | 21.5%         | 16.4%         | 14.5%         | 33.0%         | 27.2%         |
| Beograd                       | 62.3%         | 67.8%         | 74.2%         | 18.6%         | 66.4%         |
| <b>SVEUKUPNO JLS u SRBIJI</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |

Grafikon 2: **Struktura zaduživanja po grupama JLS u periodu 2008-2012, u %**



### 4.2. Učešće duga u budžetima JLS u periodu 2008-2012.

U ovom delu rada prikazani su rezultati analize učešća duga u godišnjim budžetima JLS. S obzirom na gore utvrđeno posebno mesto Grada Beograda u zaduživanju, u analizi je izdvojen

i posebno za ostale JLS koje su se zaduživale. Takođe prikazane su i prosečne vrednosti ovog indikatora koji uključuje sve JLS u Srbiji

Podaci iz Tabele 8. samo potvrđuju gore već utvrđen trend povećavanja zaduživanja JLS u Srbiji. Prosečno učešće



duga u formiranju budžeta JLS u posmatranom periodu poraslo je od 3.2% Na Grafikonu 3. prikazano je kretanje učešća duga u posmatranom periodu u formiranju lokalnih budžeta Grada Beograda i ostalih JLS koje su se zaduživale. Takođe prikazano je i kretanje zbirnih podataka za sve JSL.

### ZAKLJUČAK

Jedinice lokalne samouprave u Srbiji su od početka prošle decenije ušle u proces reformi kojima su im značajno povećane nadležnosti. One su od ranijih uobičajenih administrativnih i socijalnih funkcija proširene na brojne nove oblasti koja imaju razvojni karakter. Da bi bile u stanju da realizuju ove nove nadležnosti, bilo je neophodno obezbediti im i potrebna dodatna sredstva, pa je tako sastavni deo ovog procesa bila i reforma sistema njihovog finansiranja. Pored generalnog povećanja budžetskih prihoda JLS (kako vlastitih, tako i onih koje se prenose sa viših nivoa vlasti) jedinicama lokalnih samouprava je omogućeno da svoje budžete uvećaju i eksternim zaduživanjem. Prema važećem Zakonu o finansiranju lokalnih samouprava, Zakonu o javnom dugu i ostalim povezanim zakonima, JLS u Srbiji mogu da se zaduže tako što će se pojaviti kod banaka i ostalih finansijskih institucija da povuku kredite za finansiranje tekućih i dugoročnih aktivnosti (finansiranje tekuće likvidnosti i kapitalnih projekata), ali takođe i da izađu na tržište kapitala, i da prikupe dodatna sredstva emitovanjem municipalnih obveznica.

Analiza čiji su najvažniji rezultati

prikazani u radu pokazuje da su JLS u Srbiji krajem poslednje decenije ušle u proces zaduživanja i to pre svega dugoročnog, što ukazuje na činjenicu da se dug koristi za finansiranje lokalnih kapitalnih projekata. Ono što se može zaključiti jeste da se gradovi i opštine u Srbiji u načelu pažljivo zadužuju i da je ukupan nivo njihove zaduženosti posmatrano u odnosu na zakonske okvire, relativno nizak. Ovaj zaključak ne važi samo za jednu lokalnu samoupravu i to onu najveću i najznačajniju JLS u Srbiji - glavni grad Beograd. Ono što je posebno nepovoljno jeste da je Grad Beograd u posmatranom periodu značajno premašivao zakonski limit do kojeg može da se zadužuje – u 2012. godini za 46.8%. Posebno nepovoljna tendencija je da je učešće duga u obezbeđivanju budžeta Grada Beograda iz godine u godinu sve veće i u pojedinim godinama se kretalo oko ili čak preko 10% od ukupnog budžeta.

Uprkos tome, s obzirom na veličinu budžeta Grada Beograda, kao i kapitalni karakter projekata koje su finansirani sredstvima obezbeđenim iz dugova, ovakav nivo zaduženosti još uvek se može smatrati kontrolabilnim. Povoljna okolnost u zaduživanju JLS u Srbiji, uključujući i Grad Beograd, jeste da se ona zakonskim okvirom vrlo striktno usmerava u finansiranje razvojnih, kapitalnih projekata. Na ovaj način u postojećim uslovima, JLS praktično ne mogu (ili je to sasvim limitirano) da se zadužuju za potrebe finansiranja tekuće potrošnje. Ono što je važno za naredni period, jeste da se ovim procesom pažljivo upravlja, da se kod nekih JLS,

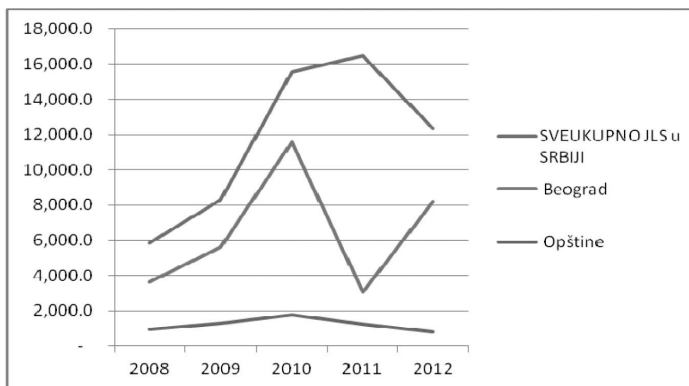
## FINANSIJE

Tabela 8: Učešće prilivi po osnovu duga u ukupnim budžetima JLS, u %

| JLS/Godine          | Budžeti u mlrd. RSD | Zaduživanje u mlrd. RSD | Učešće u budžetu, u % |
|---------------------|---------------------|-------------------------|-----------------------|
| <b>2008</b>         |                     |                         |                       |
| Beograd             | 75,619              | 3,650                   | 4.8%                  |
| Ostale zadužene JLS | 107,486             | 2,213                   | 2.1%                  |
| JLS ukupno          | 183,105             | 5,863                   | 3.2%                  |
| <b>2009</b>         |                     |                         |                       |
| Beograd             | 68,926              | 5,616                   | 8.1%                  |
| Ostale zadužene JLS | 95,795              | 2,669                   | 2.8%                  |
| JLS ukupno          | 164,721             | 8,285                   | 5.0%                  |
| <b>2010</b>         |                     |                         |                       |
| Beograd             | 82,640              | 11,547                  | 14.0%                 |
| Ostale zadužene JLS | 106,534             | 4,009                   | 3.8%                  |
| JLS ukupno          | 189,174             | 15,556                  | 8.2%                  |
| <b>2011</b>         |                     |                         |                       |
| Beograd             | 76,300              | 3,064                   | 4.0%                  |
| Ostale zadužene JLS | 85,217              | 6,711                   | 7.9%                  |
| JLS ukupno          | 201,557             | 9,775                   | 4.8%                  |
| <b>2012</b>         |                     |                         |                       |
| Beograd             | 87,356              | 8,191                   | 9.4%                  |
| Ostale zadužene JLS | 100,626             | 4,149                   | 4.1%                  |
| JLS ukupno          | 244,653             | 12,340                  | 5.0%                  |

Značajna je međutim činjenica da, ako se izuzme Grad Beograd, sve ostale JLS su imale ovo učešće na značajno nižem i relativno stabilnom nivou koje se kretalo od 2.1% do 4.1%. Istovremeno, Grad Beograd je iz godine u godinu uvećavao učešće duga u godišnjem budžetu i ono je od 4.8% u 2008. poraslo na 9.4% u 2012. godini. U 2010. godini ovo učešće je iznosilo čak 14.0%.

Grafikon 3: Dinamika učešća duga u budžetima JLS



pre svega kod Grada Beograda, on uspori i zatim da se nivo zaduženosti održava u granicama zakonskog limita.

### LITERATURA

1. Brnjas Z., Dedeić P., Stošić I., *Sistem finansiranja lokalne samouprave u Srbiji – stanje i perspektive*, Zbornik *Izazovi i perspektive integracija zemalja Jugoistočne Europe*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Tuzli, 2011
2. Brnjas Z., Stošić I., Dedeić P., *Municipal bonds in Serbian local government finance system*, in the collection of the work, „Global Crisis in the Central-Eastern European Region - Influence on Financial Systems and Small and Medium-Sized Enterprises,” Czestochowa University of Technology, Poland, 2010
3. Brnjas Z., Dedeić P., *Current issues of local government finance system reform in Serbia*, in the collection of the work, „Contemporary issues in the integration processes of Western Balkan countries in the European Union,” International Center for Promotion of Enterprises; Belgrade, Institut ekonomskih ved, Ljubljana, 2011
4. Brnjas Z., Stošić I., Erić D., *Strategic Management Planning as a Tool in Advanced Local Governments*, in „The New Economy: Challenges, Opportunities and Choices,” Indo-American Books, Delhi (India), 2009
5. Brnjas Z., *Program kapitalnih investicija – važan instrument razvoja lokalnih samouprava*, u zborniku radova *Stanje i perspektive privrede Srbije*, Urednik: Drašković B., Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2006
6. Izveštaj o zaduženju lokalne samouprave, 31. 12. 2010-2011-2012, Ministarstvo finansija, Beograd
7. Izveštaj o prihodima i rashodima lokalnih samouprava za 2008-2009-2010-2011-2012, Ministarstvo finansija, Beograd
8. Vigvardi A., Raičević B., Brnjas Z., *The Principle of Budgeting and Local Government Finance*, European Movement in Serbia, Belgrade/ Prometej, Novi Sad, 2003
9. Zakon o lokalnoj samoupravi (2002, 2004, 2006)
10. Zakon o javnom dugu (2005, 2009, 2011)
11. Zakon o finansiranju lokalnih samouprava (2006, 2011, 2012)
12. Zakon o budžetskom sistemu (2009, 2010, 2011 i 2012)
13. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (2006)
14. Zakon o javnim nabavkama (2008, 2012)

Rad primljen: 1. 8. 2013.  
UDK: 336.144.3; 657.2  
ID BROJ: 203291660  
Stručni rad

# **ULOGA I ZNAČAJ INTERNE REVIZIJE ZA UNAPREĐENJE UPRAVLJAČKE FUNKCIJE BUDŽETSKIH KORISNIKA**

## ***ROLE AND IMPORTANCE OF INTERNAL AUDIT FOR IMPROVEMENT OF BUDGET USER MANAGEMENT FUNCTION***

**Mr Natalija BOROVIĆ**  
**NIP „Obrazovni informator“, Beograd**  
**Dr Vladimir ZAKIĆ**  
**Poljoprivredni fakultet, Beograd**

### **Rezime**

Javni sektor kome pripadaju i korisnici budžetskih sredstava je složen sistem koji se bavi zadovoljenjem potreba od javnog interesa i koji zbog značaja posla koji obavlja zahteva poseban nadzor i kontrolu. Pod pojmom nadzora i kontrole podrazumeva se praćenje izvršenja poverenih nadležnosti, zatim praćenje načina i efikasnosti izvršenja definisanih poslova i zadataka, kao i praćenje ovlašćenja i odgovornosti u potrošnji opredeljenih resursa. Fokusiranje na unapređenje poslovanja ovih subjekata, što je cilj rada interne revizije, jedan je od načina koji doprinosi smanjenju raskoraka između stalne dominacije neprofitne tražnje u odnosu na mogućnosti njenog zadovoljenja, u skladu sa principima dostupnosti, pravičnosti i humanosti realizacije opštih potreba. Unapređenja po ovom osnovu treba da budu u javnom interesu.

**Ključne reči:** JAVNI SEKTOR, INTERNA REVIZIJA, KORISNICI BUDŽETSKIH SREDSTAVA, PRINCIP NEPROFITNE USPEŠNOSTI, JAVNI INTERES.

## Summary

*Public sector, to whom belong budget users, is a complex system that deals with satisfying the needs of the public interest and because of its importance requires special supervision and control. The term of supervision and control means monitoring the execution of delegated authority, then the monitoring of the effectiveness and performance of defined tasks, as well as monitoring authority and responsibility in the consumption of allocated resources. Focusing on improving the operations of these entities, which is a goal of internal audit, helps to reduce the gap between permanent domination of non-profit demand in relation to the possibility of its satisfaction, in accordance with the principles of access, equity and humanity of the realization of general needs. Improvement in this respect should be in the interest of the community.*

**Key Words:** PUBLIC SECTOR, INTERNAL AUDIT, BUDGET USERS, PRINCIPLE OF NON-PROFIT PERFORMANCE, PUBLIC INTEREST.

## 1. UVOD

Uvažavajući specifičnosti korisnika budžetskih sredstava, odnosno pravnih lica čije se poslovanje većinski finansira iz javnih sredstava (budžeta republičke ili lokalne vlasti), funkcija interne revizije u osnovi se svodi na proveru prava raspolaganja i načina trošenja namenski opredeljenih sredstava radi zaštite principa društveno odgovornog i ekonomski opravdanog trošenja uvek nedostajućih javnih resursa. U skladu s tim, interna revizija izdvaja se kao posebna funkcija poslovnog entiteta u okviru sistema upravljanja koja prvo ispituje, a potom ocenjuje postojeće poslovne aktivnosti radi unapređenja poslovanja i efikasnijeg izvršenja poverenih javnih ovlašćenja.

Prilagođeno tumačenju uspeha korisnika budžetskih sredstava, svrha interne revizije je provera i/ili ocena:

- efektivnosti realizacije definisanih ciljeva u delu alokativne efi-

kasnosti i finansijske održivosti (sprovodljivosti) – polazeći od društvenih interesa i usvojenih prioriteta javne potrošnje;

- operativne efikasnosti tekućih poslovnih aktivnosti, u skladu sa zahtevima ekonomičnosti i racionalnosti izvršenja ciljnih vrednosti.

U prvom slučaju predmet interne revizije odnosi se na razmatranje nivoa zadovoljenja javnih potreba (prema prioritetu/urgenciji zadovoljenja i mogućnostima finansiranja uvažavajući princip likvidnosti), dok u drugom slučaju podrazumeva praćenje obima ili intenziteta rada, kao i troškova koji po tom osnovu nastaju vodeći računa da se održi prihvatljiv, standardom definisan nivo kvaliteta i zaštite prava korisnika. Oba načina unapređenja, kao pozitivni efekti funkcionisanja interne revizije, treba da doprinose intenzivnijem zadovoljenju formiranih potreba, što se praktično ispoljava kroz povećanje dostupnosti uslužnih aktivnosti iz pod-

ručja rada budžetskih korisnika (teritorijalno, finansijski, fizički ili individualizacijom ponude) ili kroz rast kvaliteta postojećih aktivnosti.

Pre razmatranja značaja i svrhe interne revizije, kao i uticaja interne revizije na unapređenje upravljačke funkcije budžetskih korisnika, treba odgovoriti na neka bitna pitanja kao što su: *ko su korisnici budžetskih sredstava, kako se tumači pojam entiteta u budžetskom sistemu, šta predstavlja i kako se meri uspeh budžetskih korisnika i sl.* Ukoliko se funkcija interne revizije, najšire posmatrano, svodi na praćenje načina rada u cilju otklanjanja grešaka i propusta, kao vida podrške upravljačkim strukturama u postupcima poslovnih unapređenja, onda je pre daljeg bavljenja ovom temom neophodno ukazati na specifičnosti njihovog poslovanja i tumačenja zahteva uspešnosti. Specifičnosti budžetskih korisnika posledica su pre svega uslovne poslovne, a time i upravljačke samostalnosti, kao i dominacije principa neprofitabilnosti u skladu sa primarnošću zadovoljenja javnih interesa.

### **2. DEFINISANJE KORISNIKA BUDŽETSKIH SREDSTAVA I SPECIFIČNOSTI TUMAČENJA USPEŠNOSTI NJIHOVOG POSLOVANJA**

Korisnici budžetskih sredstava se, u skladu sa funkcionisanjem budžetskog sistema, definišu kao direktni i indirektni korisnici sredstava republičkog, odnosno lokalnog nivoa vlasti (*Zakon o budžetskom sistemu, čl. 2, tač.6*). Radi se o državnim entitetima gde spadaju ministarstva, organi uprave, posebne i ostale

organizacije, agencije i sl. – direktni korisnici i drugim entitetima javnog sektora kao što su javne službe (ustanove, preduzeća i drugi oblici pravnog organizovanja utvrđeni zakonom koji obavljaju poslove iz oblasti javnog interesa u cilju ostvarivanja prava građana), odbori, komisije, kancelarije i ostala pravna lica, odnosno tela i fondovi koji vrše javna ovlašćenja u skladu sa zakonom – *indirektni korisnici*. Direktni i indirektni korisnici budžetskih sredstava su poslovni subjekti koji se većinski finansiraju iz javnih sredstava i nad kojima osnivač neposredno (a u slučaju indirektnog korisnika preko direktnog korisnika) vrši zakonom utvrđena prava u pogledu upravljanja i finansiranja (*Zakon o budžetskom sistemu, čl. 2, tač. 7 i 8*). Treba naglasiti da se u slučaju javnih službi kao budžetski korisnici smatraju samo one čiji je osnivač i većinski finansijer određeni nivo državne vlasti, a ne i javne službe koje je osnovalo tržišno orijentisano pravno (fizičko) lice bez obzira što i one obavljaju delatnost od javnog značaja (npr. privatni fakulteti, domovi zdravlja, predškolske ustanove i sl.).

Ključna specifičnost korisnika budžetskih sredstava je činjenica da se njihovo poslovanje finansira iz javnih prihoda, kao prihoda čija je namena, a to znači predmet i način trošenja utvrđen posebnim zakonom u cilju zadovoljenja interesa i/ili potreba od javnog značaja. To znači da država radi zadovoljenja interesa od javnog značaja, kao društveno odgovorna i zakonom obavezna, uspostavlja sistem poslovnih subjekata – sa i bez svojstva pravnog lica na koje prenosi nadležnosti i odgo-

vornosti zadovoljenja potreba iz oblasti na primer: bezbednosti, odbrane, obrazovanja, zdravstvene i socijalne zaštite, komunalnih delatnosti, kulture i sl.

Država kao osnivač putem „produžene ruke“, odnosno primenom mehanizama finansiranja, nadzora i kontrole, usmerava i prati poslovanje budžetskih korisnika, a time indirektno i funkcionisanje i efikasnost rada javnog sektora u celini. Tako se uloga korisnika budžetskih sredstava zapravo svodi na izvršenje definisanih ili eksterno utvrđenih programa i aktivnosti, u skladu sa prihvaćenim i profesionalno priznatim indikatorima uspeha i finansijskim mogućnostima budžeta kao većinskog izvora finansiranja.<sup>1</sup> Kao posledica navedenog, postavlja se pitanje poslovne, upravljačke i ekonomske, odnosno finansijske samostalnosti ovih subjekata, te kako se u uslovima značajno ograničene nezavisnosti, u odnosu na privredne ili profitno orijentisane entitete, tumači pojam uspeha. Jasno tumačenje pojma, a to znači predmetnog i sadržinskog definisanja zahteva uspešnosti na nivou entiteta, bitan je preduslov razumevanja područja rada i ciljeva interne revizije.

Kao što je već razmatrano, korisnici budžetskih sredstava sprovode poverene nadležnosti (funkcije i poslove) državne vlasti i zadovoljavaju potrebe od javnog značaja u delu uslužnih aktivnosti neprofitnog karaktera – tzv. po-

vereni poslovi od opšteg značaja. Eksterna definisanost uloge budžetskih korisnika i prethodna uređenost područja poslovanja, takođe podrazumeva i eksternu definisanost pojma uspeha, gde se pojam uspeha bez obzira na vrstu subjekta svodi na funkciju izvršenja ciljnih vrednosti, a ocena visine postignutih rezultata posmatra u kontekstu podudarnosti zadatih i realizovanih efekata. Dok se u privredi pojam uspeha vezuje za pojam profita, kao prirasta priliva sredstava u odnosu na ulaganja, pojam uspeha u uslovima primarne neprofitabilnosti je po pravilu nemonetarnog karaktera i posmatra se u funkciji izvršenja, tačnije stepena i/ili intenziteta izvršenja eksterno priznatih indikatora kojima je zahtev uspeha definisan.

Proces upravljanja poslovanjem korisnika budžetskih sredstava organizuje se na principima „odgovornog i pažljivog menadžmenta blagostanja stanovništva“<sup>2</sup>, a njegova funkcija se menja, odnosno dopunjuje funkcijom usmeravanja potrošnje i to po nameni, odnosno vrsti troška, a potom i po visini i dinamici finansiranja. U tom smislu se poslovni cilj „izvršenje“, kao ključni kriterijum poslovne uspešnosti prati segmentirano (parcijalno) po različitim obeležjima i to prema:

- **nameni finansiranja** – predmetna definisanost poslovanja prema programskoj/projektnoj pripadnosti poslova od opšteg interesa iz obla-

---

<sup>1</sup> Predgovor Međunarodnim računovodstvenim standardima za javni sektor.

<sup>2</sup> Izveštaj WNO 2000 (prema: Bolja primarna zdravstvena zaštita za sve nas – Smernice zdravstvene politike za jačanje sistema primarne zdravstvene zaštite u Srbiji od 2010. do 2015. godine, str. 19)



- sti, odnosno područja rada entiteta,
- **strukturi troškova** – strukturno definisane potrošnje po vrsti troška (sistem aproprijacija),
  - **dinamici potrošnje** – vremenska determinisanost potrošnje u okviru precizno ustanovljenih perioda trošenja sredstava, dinamički usklađeno sa rokovima dospeća obaveza na naplatu (sistem kvota),
  - **efikasnosti potrošnje raspoloživih resursa** – meri se visinom utrošaka po jedinici učinka (ratio efikasnosti).

Upravljačka funkcija budžetskih korisnika obuhvata i kontrolu sticanja i korišćenja, odnosno trošenja javnih prihoda i rashoda, kao i javne imovine i obaveza. Pri tome okvir kontrole odnosi se na važeće propise, budžetski način poslovanja, ali i principe društveno opravdane i domaćinski odgovorne potrošnje, u skladu sa zahtevima efikasnog, efektivnog, ekonomičnog i transparentnog poslovanja. Konzistentna primena opštih računovodstvenih načela i odgovarajućih zakonskih propisa doprinosi objektivnoj proceni finansijske pozicije i poslovnih ostvarenja, što je predmet praćenja i unapređenja interne revizije entiteta javnog sektora. Treba istaći da upravljačku funkciju budžetskih korisnika karakterišu tri aspekta specifična za javni sektor (*odgovornost, izvršenje i izveštavanje*), vezana za realizaciju opštih ili javnih benefita. Odgovornost je važan faktor upravljačke funkcije budžetskih korisnika, koji se posmatra u delu finansijske odgovornosti, odgovornosti za učinak i političke, odnosno opšte odgovornosti (podobnosti), pri čemu je sam

pojam definisan kao postojanje obaveza da se odgovori na pitanja u vezi odluka i/ili postupaka.

### 3. ZNAČAJ INTERNE REVIZIJE U OČUVANJU KONTINUITETA (STABILNOSTI) POSLOVANJA KORISNIKA BUDŽETSKIH SREDSTAVA

Polazeći od osnovnog cilja i opšteg principa revizije koji se najšire posmatrano definiše kao „*davanje mišljenja o tome da li je predmet revizije, po svim bitnim pitanjima, sastavljen u skladu sa utvrđenim okvirom kojim se uređuje predmet (oblast) revizije*“<sup>3</sup>, uspostavljanje funkcije interne revizije kod korisnika budžetskih sredstava nije samo posledica izvršenja zakonske obaveze, već je čak u većoj meri mehanizam u funkciji blagovremenog reagovanja na eventualne greške i propuste. Uspostavljanje efikasnog mehanizma naknadne kontrole raspolaganja, a to znači korišćenja i potrošnje budžetskih sredstava, što je svrha interne revizije, „najbolji je način za preventivno delovanje na najodgovornije funkcionere.“<sup>4</sup>

Preventivno delovanje, koje zahteva dodatne, odnosno naknadne kontrole valjanosti poslovanja uključujući i ispravnost odluka o izboru poslovnih aktivnosti, interes je ne samo rukovodilaca

---

<sup>3</sup> Saopštenja o međunarodnoj praksi revizije [2002], str.104.

<sup>4</sup> Lončar Z. [2011], *Pravna pitanja postupka revizije državnog budžeta –aktuelna pitanja savremenog zakonodavstva*, Savez udruženja pravnika Srbije i Republike Srpske, Beograd, str. 529-544.



budžetskog korisnika, već i države kao osnivača i finansijera. Država je prema zakonu obavezna da se bavi zaštitom i očuvanjem ljudskih prava i sloboda, koje se zasnivaju na vladavini prava i jednakosti svakog pojedinca (gde spada pravo na bezbednost, sigurnost, ljudske slobode, zdravstvenu i socijalnu zaštitu, obrazovanje, zaštitu životne sredine, pravnu pomoć i druge). Obaveza države praktično se sprovodi osnivanjem posebnih poslovnih subjekata kojima se delegiraju nadležnosti iz oblasti izvršenja poverenih poslova. Ti poslovi, kao područja rada samostalnih subjekata, predmet su kontrole i nadzora, pre svih interne revizije od strane entiteta, a potom i eksterne revizije od strane osnivača u cilju zaštite stabilnosti njihovog funkcionisanja i obezbeđenja utvrđenog nivoa zaštite prava građana u skladu sa principima funkcionisanja savremene države.

Imajući u vidu značaj funkcionisanja javnog sektora ili što je možda očiglednije opasnosti od njegovog neefikasnog funkcionisanja na društvo i društvenu zajednicu, opravdano je insistiranje, ne samo države, već i stručne javnosti na „doslednom sprovođenju upravljačke odgovornosti i razvoju uloge rukovodioca i računovođe“<sup>5</sup>, što se između ostalog podržava i kroz uspostavljanje i sprovođenje funkcije interne revizije. I pored toga, razvoj funkcije interne revizije kod neposrednih izvršilaca javnih funkcija u Srbiji je na veoma niskom nivou. Tome

doprinosi i nedovoljno, prilično intuitivno znanje rukovodilaca budžetskih korisnika o funkciji interne revizije i rezultatima, odnosno doprinosu koji se njenim uspostavljanjem ostvaruje.

Istraživanje koje je sprovedeno na reprezentativnom uzorku menadžera u različitim oblastima javnog sektora, primenom metode ankete<sup>6</sup>, pokazalo je da neposredni rukovodioci budžetskih korisnika imaju prilično nedovoljno znanje iz ove oblasti. Iako je na pitanje „kome služe rezultati rada interne revizije“, čak preko 80% ispitanika dalo tačan odgovor, u praksi je zanemarljiv broj korisnika kod kojih interna revizija funkcioniše. Ipak, spremnost na učestvovanje u anketi i veliko interesovanje za ovu prilično nepoznatu oblast kod nas indirektno ukazuje na aktuelnost ove tematike, čemu svakako doprinosi i zakonska obaveza njenog sprovođenja, ali i profesionalna i lična odgovornost rukovodilaca javnog sektora da uspešno izvršavaju poverene poslove. To upućuje na zaključak da je opravdano dalje insistiranje, pre svih struke i naučnih krugova, na razvoju funkcije interne revizije što podrazumeva, kako unapređenje revizorskih znanja i edukaciju revizora, tako i njeno praktično uspostavljanje kod svih budžetskih korisnika. Iako je krajnje teško egzaktno kvantifikovati vezu, ili drugim rečima doprinos interne revizije na unapređenje upravljačke funkcije budžetskih korisnika, neosporno je da

---

<sup>5</sup> *Communication from the commission to the European parliament and the council*, 2011, European Commission, Brussels, 668 Final, [http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key\\_documents/2011/package/sr\\_rapport\\_2011\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2011/package/sr_rapport_2011_en.pdf) (dostupno 26.7.2013)

<sup>6</sup> Metoda ankete sprovedena je nad rukovodiocima ustanova kulture i javnih preduzeća (na uzorku od 33 ispitanika) čije se poslovanje finansira i/ili sufinansira iz budžetskih sredstava.

postoji pozitivna korelativnost, posebno kada se imaju u vidu, ne samo pozitivna iskustva razvijenih zemalja, već i prilično prepoznata i visoko rangirana potreba neposrednih korisnika, odnosno rukovodilaca, za njeno uspostavljanje.

S tim u vezi, sistem interne revizije kod korisnika budžetskih sredstava treba posmatrati u kontekstu pomoći i podrške unapređenju upravljačke funkcije, a što se prema zahtevu društveno odgovorne i ekonomski opravdane potrošnje javnih sredstava sprovodi sa dva nivoa ili aspekta poslovnih unapređenja:

- **unapređenjem sistema upravljanja** (odnosno raspolaganja javnim resursima) u funkciji izvršenja zakonskih ili ugovorenih obaveza/poslova. Ovaj vid unapređenja usmeren je na efektivnost poslovanja u smislu izbora pravih odluka u okvirima poverenih, odnosno prenetih nadležnosti od javnog značaja;
- **unapređenjem operativnog delovanja** (odnosno korišćenja i/ili trošenja raspoloživih sredstava) radi realizacije planom predviđenih efekata (učinaka) u funkciji realizacije zahteva izvršenja. Radi se o unapređenjima koja se tiču racionalizacija i ušteda u trošenju raspoloživih sredstava uvažavajući definisanu namenu, visinu i dinamiku potrošnje, a prema mogućnostima budžeta i zaštite principa likvidnosti;

I jedan i drugi aspekt poslovnih unapređenja, čemu na svoj način doprinosi funkcija interne revizije, treba da obezbede sigurnost funkcionisanja javnog

sektora, odnosno sigurnost poslovanja svakog korisnika budžetskih sredstava pojedinačno. To se, uvažavajući specifičnosti funkcionisanja ovog sektora, ispoljava kroz zaštitu kontinuiteta (stabilnosti) delovanja (*going concern princip*), kao i očuvanja namenskog trošenja prethodno opredeljenih sredstava (*princip budžetskog finansiranja*).

Shodno tome, zahtev minimiziranja rizika neizvesnosti (kontinuiteta) poslovanja korisnika budžetskih sredstava u oblasti/području rada interne revizije ispoljava se kroz nadzor i/ili proveru **ključnih tačaka pregleda** (u delu poslovnih segmenata, aktivnosti, postupaka, procedura, procesa, primenjenih metoda, broja i stručnosti izvršilaca, intenziteta i kvaliteta rada i sl.) koji bitno, ili revizorski rečeno „*po bitnim pitanjima*“, determinišu zahtev poslovne uspešnosti. Polazeći od činjenice da revizor prikuplja i vrednuje podatke (dokaze) koji mu omogućavaju da izrazi mišljenje „o svim bitnim pitanjima“, tumačenje značaja pojedinih pitanja u slučaju budžetskih korisnika treba posmatrati u kontekstu: (1) zakonom definisanih obaveza; (2) zaštite principa budžetskog načina poslovanja; (3) očuvanja zahteva kontinuiteta i/ili stabilnosti zadovoljenja potreba iz oblasti rada korisnika budžetskih sredstava. S tim u vezi, tumačenje poslovne uspešnosti prema zahtevima javnog sektora zahteva praćenje indikatora uspeha kojima se prikazuje dostupnost i pristupačnost ponude, poštovanje prava i uvažavanje potreba potrošača (korisnika), nivo i/ili kvalitet zadovoljenja identifikovanih potreba, poštovanje principa humanosti, jednakosti, pravičnosti i sl.

Iako je sasvim razumljivo da područje, odnosno predmet rada interne revizije treba da se bazira na onim tačkama pregleda koje su ključne za tumačenje zahteva uspeha, pitanje uspeha i njegovo tumačenje u slučaju javnog sektora, gde spadaju korisnici budžetskih sredstava, dosta je složeno. To otežava dodatna, tzv. prilagođena tumačenja, a time i vrednovanja poslovnih ostvarenja u svakom pojedinačnom slučaju ili različitim okolnostima u kojima se određeni rezultati ostvaruju. Naime, revizori se u svakodnevnom radu suočavaju sa problemom izostanka opšteg i jednoznačnog definisanja zahteva uspešnosti – opštih indikatora uspeha, što zahteva ne samo prilagođavanje područja rada svakom konkretnom slučaju, već i prilagođeno tumačenje prikupljenih nalaza (revizorskih dokaza), kao i procenu njihovog značaja i vrednosnih sudova koji po tom osnovu proističu. U slučajevima gde je shvatanje zahteva uspeha bitno drugačije od zahteva maksimizacije dobiti ispitivanje, ocena i vrednovanje poslovnih ostvarenja je složenije i različito se tumači (vrednuje) od slučaja do slučaja. Na primer, obaveza pružanja primarne zdravstvene zaštite, kao zakonom uređene kategorije, sprovodi se bez obzira na njene ekonomske konsekvence, što znači bez obzira na monetarnu opravdanost ulaganja (trošenja). Ovo je takođe slučaj i kod drugih oblika realizacije učinaka, gde primarnost očekivanog efekta i s tim u vezi zahtevi urgentnosti, humanosti i pravičnosti dominiraju nad ekonomskim shvatanjem pojma uspešnosti.

#### 4. FUNKCIJA I KARAKTERISTIKE INTERNE REVIZIJE

Interna revizija je *uspostavljena ocenjivačka aktivnost u okviru poslovnog subjekta radi pružanja usluga tom subjektu koja uključuje ispitivanje, ocenu i praćenje adekvatnosti i efikasnosti sistema internih kontrola*.<sup>7</sup> Komitet za revizorsku praksu revizije (IAPC) definisao je mesto i ulogu interne revizije u praksi „kao instrument sistema za proveru internih kontrola ustanovljenih od strane menadžmenta poslovnog subjekta radi poboljšanja menadžerskih odluka, kao i zadovoljenja statutarinih zahteva“.<sup>8</sup> Radi se o kontrolnoj, korektivnoj i savetodavnoj aktivnosti koja se odnosi na unapređenje poslovanja po osnovu izbora ciljnih aktivnosti, ali i njihove efikasne realizacije.<sup>9</sup> To znači da je cilj interne revizije pre svega unapređenje izbora poslovnih ciljeva, a potom i unapređenje načina i/ili pristupa realizacije ciljnih vrednosti, u skladu sa obeležjima „dobre uprave“. Pod obeležjima „dobre uprave“ (uključujući i vršenje delatnosti u funkciji sprovođenja javnih politika od značaja za društvenu zajednicu) smatra se savremena državna uprava koja građanima pruža veću sigurnost i kvalitet u odnosima sa upra-

---

<sup>7</sup> Međunarodni standardi revizije [2002], Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 15.

<sup>8</sup> Međunarodni komitet za revizorsku praksu (International Auditing. Practices Committee – IAPS), izvor sajt: [www.ifac.org/auditing-assurance](http://www.ifac.org/auditing-assurance); (dostupno 26.7.2013)

<sup>9</sup> Šuput J. [2012], Interna finansijska kontrola u prevenciji krivičnog dela namenskog trošenja budžetskih sredstava, NBR – Žurnal za kriminalistiku i pravo, Vol. XII No. 1, str. 162.

vom i gde državna uprava ne koristi svoj položaj kao dominantan, već je usmerena ka građanima u ostvarivanju njihovih prava i pravnih interesa.<sup>10</sup>

Primarna aktivnost interne revizije je, uvažavajući specifičnosti tumačenja zahteva uspešnosti poslovanja korisnika budžetskih sredstava, provera kvaliteta sistema kontrole koji se odnose na ključne tačke pregleda, a to su:

- stepen izvršenja poslovnih ciljeva (izvršenje javne funkcije),
- način izvršenja javne funkcije sa aspekta dovoljnosti, adekvatnosti i potrošnje javnih resursa (obim, karakteristike, kvalitet, vreme, struktura i visina troškova),
- vrste primenjenih tehnika i efikasnost njihovog sprovođenja (postupci, metode i pristupi koji se koriste, kao i izvršioci ili akteri procesa).

Praćenje realizacije navedenih segmenata, odnosno karakteristika uspešnosti poslovanja korisnika budžetskih korisnika, u osnovi svodi se na identifikaciju odstupanja i/ili nivoa odstupanja ostvarenih i planom utvrđenih ciljnih pokazatelja i to u delu kvantitativnih indikatora izvršenja i u delu primenjenih procedura, pravila, metoda i profesionalnih zahteva (standarda) – tzv. vodiča dobre (prihvaćene/odobrene) prakse.

Pored naknadne provere stepena izvršenja ciljnih performansi uspeha, važno područje provere interne revizije

u slučaju korisnika budžetskih sredstava je i provera usklađenosti poslovanja i poslovnih procesa sa zakonskim i profesionalnim zahtevima. U tom segmentu revizorskog nadzora vrši se provera zakonske, odnosno normativne uređenosti poslovanja (donošenje internih akata, usvajanje procedura rada, uspostavljanje mehanizama kontrole i transparentnosti poslovanja, kao i provera poštovanja ustanovljenih procedura, postupaka, metoda, faza rada, rokova i sl. – kako na nivou entiteta kao celine, tako i na nivou pojedinih delova i izvršilaca).

S druge strane, važan segment funkcije interne revizije u slučaju korisnika budžetskih sredstava odnosi se na ispitivanje, ocenu i praćenje adekvatnosti i efikasnosti funkcionisanja računovodstvenog sistema, kao i sistema finansijskog izveštavanja.<sup>11</sup> U prvom slučaju interna revizija bavi se proverom primenjenih računovodstvenih metoda, pristupa, osnova i sl. u smislu osnovanosti i adekvatnosti njihove primene, kao i doslednosti i tačnosti njihovog sprovođenja. U drugom slučaju interna revizija se zalaže, odnosno doprinosi većoj pouzdanosti, potpunosti i blagovremenosti računovodstvenih informacija, uvažavajući zahteve stabilnosti, odnosno kontinuiteta rada, u skladu s prihvaćenim principima, procedurama i standardima. Takođe, sistem izveštavanja korisnika budžetskih sredstava kao mehanizam „polaganja računa“ osnivačima i/ili finansijerima treba da za-

---

<sup>10</sup> Milenković D. [2012], U potrazi za vezom između principa dobre uprave i pojma interne revizije, Dobra uprava i interna revizija, Institut za uporedno pravo, Udruženje ovlašćenih internih revizora Srbije u javnom sektoru, Beograd.

<sup>11</sup> Međunarodni standardi revizije [2002], Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 15.

dovoljava ne samo kvalitativne zahteve ispravnosti (materijalnu i formalnu uređenost, kao i vremensku i sadržinsku doslednost), već i očekivani kvantitet i učestalost izveštavanja (po obimu, broju ili dinamici sastavljanja). Prema Međunarodnim računovodstvenim standardima za javni sektor poboljšanje kvaliteta, kvantiteta i kontinuiteta finansijskih izveštaja je pretpostavka za donošenje ispravnih odluka o trošenju javnih sredstava, dakle odgovorne, opravdane i racionalne potrošnje čime se štiti efikasnost funkcionisanja korisnika budžetskih sredstava, ali i javnog sektora u celini.

Kada se govori o karakteristikama interne revizije korisnika budžetskih sredstava, posebno je važno naglasiti da je interna revizija deo upravljačke funkcije poslovnog entiteta, ali isto tako da se radi o potpuno nezavisnoj, organizaciono samostalnoj jedinici. Naime, polazeći od uloge interne revizije, kao dela upravljačkog sistema poslovnog subjekta, ključna karakteristika interne revizije treba da bude nezavisnost rada i povezano s tim stručnost i profesionalnost. To znači da interna revizija treba da bude nezavisna i u odnosu na menadžment.<sup>12</sup> Zadovoljenje zahteva nezavisnosti i profesionalnosti, odnosno stručnosti revizorskog rada su preduslovi kvaliteta i kredibiliteta dobijenih rezultata, a to znači osnovanosti i pouzdanosti revizorskog mišljenja o predmetu revizije, što je dalje osnov za poslovno odlučivanje i pravce i/ili načine poslovnih promena u smeru ciljnih poboljšanja. Prema Kodeksu etike za profesionalne računovodstvene eksperte, odnosno prema etičkim principi-

ma koji se odnose na profesionalnu odgovornost<sup>13</sup>, neophodno je obezbediti potpunu ili suštinsku nezavisnost rada revizora što se postiže uspostavljanjem i doslednim sprovođenjem mehanizama koji su u funkciji nezavisnosti (obuhvat rada, kvalifikacije revizora, pristup izvorima, procedure i faze nadzora, poštovanje ovlašćenja i sl.), a koji su nedvosmisleno i potpuno normativno regulisani.

Pored nezavisnosti i profesionalnosti revizorskog rada važno obeležje je i blagovremenost revizorskih nalaza. Posebno je naglašen faktor blagovremenosti revizorskih nalaza i s tim u vezi blagovremenost korektivnih akcija, koje po osnovu revizorskih nalaza proističu s obzirom na uticaj grešaka poslovanja korisnika budžetskih sredstava, koje trpi ne samo entitet, već i ukupno okruženje. Naime, za razliku od privrednih entiteta koji u slučaju propusta i grešaka u radu jedini snose negativne posledice, u poslovanju budžetskih korisnika negativne posledice pored organizacije snose i građani, a neretko i država u vidu destabilizacije funkcionisanja njenih vitalnih funkcija. Takođe, imajući u vidu izraženu rigidnost budžetskog načina poslovanja, posledice nepovoljnih aktivnosti koje se ne uoče i/ili ne isprave na vreme zahtevaju dug period korigovanja i saniranja nepovoljnih posledica.

---

<sup>12</sup> Rodger A., Auditing and Attestation, London, prema izvoru <http://rogercpareview.jp/pdf/AUD%20Demo%20Companion.pdf>, (dostupno 26.7.2013)

<sup>13</sup> Međunarodni standardi revizije [2002], Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 63.

Anketno istraživanje u ovom radu je takođe potvrdilo visok stepen nepoznavanja ključnih obeležja, odnosno karakteristika funkcionisanja interne revizije (preko 85% ispitanika). Uočeno je da postoje razlike u nivoima znanja o internoj reviziji unutar javnog sektora, u smislu da su delatnosti koje su bliže tržišnim uslovima privređivanja (npr. javna preduzeća, zdravstvo i sl.) informisanije o ovoj problematici u odnosu na ostale delatnosti javnog sektora (npr. obrazovanje, kultura i sl.). U svakom slučaju, postoji izraženo nepoznavanje njene uloge i značaja za poslovanje organizacije, a to indirektno znači nepoznavanja efekata, odnosno koristi koje po osnovu njenog uspostavljanja i sprovođenja treba da proističu, a o čemu će više reči biti u nastavku ovog rada.

### **5. DOPRINOS I VRSTE INTERNE REVIZIJE**

Zadatak interne revizije kod svih poslovnih entiteta, a što je slučaj i kod korisnika budžetskih sredstava, jeste blagovremeno i preventivno reagovanje u cilju otkrivanja slabih tačaka u funkcionisanju organizacije, koje nastaju kao posledica neefikasnosti sistema internih kontrola. Tako posmatrano, u skladu sa specifičnostima poslovanja entiteta koji se većinski finansiraju iz sredstava budžeta, funkciju interne revizije treba tumačiti kao podržavajuću službu u okviru funkcije upravljanja, koja doprinosi maksimizaciji zahteva „izvršenja“, a potom i zahtevu postizanja dodatnih unapređenja u delu realizacije različitih vrsta benefita preko standardnih vred-

nosti, kako na individualnom, tako i opštem nivou. Tako na primer, ostvarivanje boljih rezultata u zdravstvu po osnovu sprovođenja sistema imunizacije iznad procenta ciljne populacije (npr. deca i trudnice), uvećava ne samo individualne koristi u smislu smanjenja faktora rizika oboljenja za veći broj korisnika, već i uzrokuje veće opšte koristi, kao što su smanjenje rizika pojave epidemije, smanjenje troškova lečenja na nivou populacije, smanjenje odsustvovanja sa posla i troškova uzrokovanih angažovanjem i obukama zamena i sl.

U vezi primarnog, po pravilu uslovnog kriterijuma uspešnosti, a to je zahtev „izvršenja“, njegovo tumačenje treba šire posmatrati od zahteva „minimiziranja odstupanja ostvarenih i planiranih (ciljnih) vrednosti“. Naime, tumačenje poslovne uspešnosti neophodno je pratiti prema ostvarivanju i/ili mogućnostima ostvarenja uspeha u dužem vremenskom roku. To znači da interna revizija, posebno zbog izražene inertnosti budžetskih korisnika i budžetskog sistema u celini, shodno zahtevima blagovremenosti i preventivnosti izvršenja javne funkcije, treba da obuhvati proveru indikatora kojima se štiti kontinuitet funkcionisanja entiteta u dužem vremenskom periodu. Tu na primer spadaju indikatori o strukturi i kvalifikacijama zaposlenih, načinu raspolaganja imovinom i resursima, finansijskim potencijalima pojedinih izvora i njihovoj fleksibilnosti, veštinama i znanjima rukovodilaca, kvalitetu procedura kojima se štiti profesionalnost rada i doslednosti sprovođenja sistema kvaliteta, stepenu prihvaćenosti i/ili sprovodivosti normativnog okvira (praćenje, nad-



zor i izveštavanje prema zahtevima osnivača i finansijera) i sl.

Od interne revizije očekuje se da izvrši analize, procene i preporuke vezano za stanje određenih performansi poslovanja čiji kvalitet i/ili prilagođenost potrebama poslovanja poslovnog subjekta dugoročno određuje, odnosno štiti stabilnost njegovog funkcionisanja. Zahtevi blagovremenosti i preventivnosti, pored ublažavanja negativnih efekata uzrokovanih neodgovarajućom poslovnom politikom ili nedovoljnom efikasnošću njenog sprovođenja, dodatno su naglašeni s obzirom na izraženu rigidnost sistema i sporost prihvatanja i sprovođenja promena. Međutim, bez obzira na to kako revizorski nalazi prema vremenskoj dimenziji utiču na poslovna unapređenja (sistem ranih i kasnih signala „alarma za promene“) u cilju praćenja oblasti ili područja mogućeg doprinosa interne revizije, korisno je pomenuti i sledeću podelu, a to je:

- *revizija zakonitosti i regularnosti poslovanja* (provera potpunosti i sadržinske, odnosno formalne uređenosti poslovanja entiteta u delu internog normativnog regulisanja, pravilnosti izvršenja zakonom definisanih obaveza u odnosu na različite nivoe vlasti, uslove finansiranja, nivoe izvršenja javne funkcije, sprovođenje fiskalne politike, poštovanje rokova naplate i plaćanja obaveza i sl.);
- *revizija pouzdanosti finansijskog i upravljačkog izveštavanja* (provera poštovanja sistema obaveznog i dodatnog izveštavanja u skladu zahtevima potpunosti,

tačnosti, objektivnosti, pravovremenosti, dovoljnosti i sl. i to prema zakonom utvrđenim obavezama izveštavanja, kao i interno regulisanim zahtevima);

- *operativna revizija* (provera organizacionih rešenja, sistema komunikacije, načina delegiranja nadležnosti i/ili zadataka, sinhronizacije, odnosno kooordinacije poslovnih aktivnosti i izvršilaca, sistema nadležnosti i odgovornosti, načina i efikasnosti potrošnje raspoloživih sredstava i sl.);
- *revizija sistema upravljanja* (provera efektivnosti, a posebno efikasnosti sprovođenja upravljačke funkcije po pojedinim upravljačkim nivoima, funkcijama i organizacionim delovima, definisanja ciljeva, iskazivanja, odnosno normiranja ciljnih vrednosti, primene sistema motivacije i stimulacije i sl.);
- *revizija zahteva očuvanja javne imovine* (provera načina i intenziteta korišćenja nefinansijske imovine, način obračuna amortizacije, način korišćenja amortizacionih fondova, način sticanja, prodaje i rashodovanja nefinansijske imovine i sl.)

Sagledavanje različitih aspekata revizorskog rada, što je analogno sagledavanju različitih načina mogućih unapređenja poslovanja korisnika budžetskih sredstava u skladu sa zahtevom neprofitne uspešnosti, u funkciji je praćenja i kontrole okruženja, upravljanja rizicima, praćenja aktivnosti, procesa, sistema informisanja i komunikacija, kao i sistema praćenja i procene sistema u ce-

lini. S tim u vezi funkcija revizorskog rada je objektivno i stručno uveravanje o adekvatnosti funkcionisanja sistema upravljanja u skladu sa zakonitošću rada, delegiranjem upravljačkih odgovornosti, obaveznim nivoom izvršenja javne funkcije, uspostavljanja sistema kontrole u sl. Navedene aktivnosti treba da dovedu do praćenja i kontrole faktora rizika i obezbeđenja zahteva sigurnosti poslovanja i realizacije definisanih ciljeva poslovanja na efektivan i ekonomičan način, a takođe i do prepoznavanja i ukazivanja tzv. „kritične tačke“ kao potencijala mesta, odnosno područja za kreiranje dodatne vrednosti.

### ZAKLJUČAK

Uvažavajući značaj poslovanja i specifičnosti tumačenja uspeha u neprofitnom okruženju kome pripadaju i korisnici budžetskih sredstava, ali i važnost njihovog stabilnog funkcionisanja za društvo, odnosno društvenu zajednicu u celini, opravdano je intenzivnije zalaganje nauke i prakse za uspostavljanjem i unapređenjem interne revizije u javnom sektoru. U prilog navedenog govori i činjenica da i pored zakonske obaveze sprovođenja interne revizije i dostavljanja godišnjeg izveštaja o funkcionisanju sistema interne revizije, još uvek je zanemarljiv broj korisnika budžetskih sredstava u Srbiji koji imaju službu interne revizije ili zaposlenog internog revizora. Problem neformiranja interne revizije posebno je očigledan kod indirektnih budžetskih korisnika.

Razlog za ovako nepovoljno stanje treba tražiti ne samo u odsustvu adekvat-

nih sankcija za nepoštovanje zakonskih obaveza, već i u odsustvu jasne inicijative države (kao osnivača i većinskog finansijera), ali i stručnih tela, da se intenzivnije i doslednije založe za razvoj interne revizije. Tome doprinosi visok stepen nepoznavanja područja rada interne revizije, a to znači i odsustva saznanja o mogućim koristima, odnosno doprinosu koji po osnovu sprovođenja interne revizije mogu da ostvare korisnici budžetskih sredstava. To takođe, ukazuje na nedovoljna saznanja rukovodećih struktura u javnom sektoru u oblastima ne samo revizije već i računovodstva, javnih finansija i ekonomije u celini, a što je i razumljivo s obzirom na to da se često radi o kadru kome pravna ili ekonomska struka nisu bliske.

Svakako da profesionalizacija rukovodilaca budžetskih korisnika u periodu koji sledi treba da bude imperativ pre svih države, ali i drugih interesnih subjekata, kao i opšte javnosti. Neophodno je intenziviranje napora svih relevantnih strana za uspostavljanjem i razvojem interne revizije, koja ima kontrolnu, korektivnu i savetodavnu funkciju. Uspostavljanje interne revizije treba da se zasniva na stručnosti i profesionalizaciji rada internih revizora, uz obavezno očuvanje njihove nezavisnosti. Razvoj interne revizije u javnom sektoru izuzetno je važan imajući u vidu značaj blagovremenog praćenja i kontrole faktora rizika, posebno u delu prepoznavanja i ukazivanja na tzv. „kritične tačke poslovanja“, čime se štiti stabilnost zadovoljenja često i egzistencionalnih potreba ljudi, a čija je obaveza zadovoljenja zakonom garantovana.



## LITERATURA

- (1) *Bolja primarna zdravstvena zaštita za sve nas – Smernice zdravstvene politike za jačanje sistema primarne zdravstvene zaštite u Srbiji od 2010. do 2015. godine*, Ministarstvo zdravlja Republike Srbije;
- (2) *Communication from the commission to the European parliament and the council, 2011, European Commission, Brussels*, 668 Final, izvor sajt: [http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key\\_documents/2011/package/sr\\_report\\_2011\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2011/package/sr_report_2011_en.pdf) (dostupno 26.7.2013)
- (3) Lončar Z. [2011], *Pravna pitanja postupka revizije državnog budžeta –aktuelna pitanja savremenog zakonodavstva*, Savez udruženja pravnika Srbije i Republike Srpske, Beograd, str.529-544.
- (4) *Međunarodni komitet za revizorsku praksu (International Auditing. Practices Committee – IAPS)*, izvor sajt: [www.ifac.org/auditing-assurance](http://www.ifac.org/auditing-assurance); (dostupno 26.7.2013).
- (5) *Međunarodni standardi revizije* [2002], Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd.
- (6) Milenković D. [2012], *U potrazi za vezom između principa dobre uprave i pojma interne revizije*, Dobra uprava i interna revizija, Institut za uporedno pravo, Udruženje ovlašćenih internih revizora Srbije u javnom sektoru, Beograd.
- (7) *Nacionalna strategija za unapređenje kvaliteta korporativnog finansijskog izveštavanja i revizije za period od 2011. do 2020. godine*, izvor sajt:<http://mfp.gov.rs/>;
- (8) Predgovor *Međunarodnim računovodstvenim standardima za javni sektor*, Međunarodni računovodstveni standardi za javni sektor, [2007], Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd.
- (9) Rodger A.[1999], *Auditing and Attestation*, ASSA, London, izvor sajt: <http://rogercpareview.jp/pdf/AUD%20Demo%20Companion.pdf> (dostupno 26.7.2013)
- (10) *Saopštenja o međunarodnoj praksi revizije* [2002], SRRS, Beograd.
- (11) Stojanović S. [2012], *Interna finansijska kontrola u javnom sektoru*, *Finansije*, Časopis za teoriju i praksu finansija, br. 1-6/2012., Ministarstvo finansija i privrede, Beograd, str. 79-91.
- (12) Šuput J. [2012], *Interna finansijska kontrola u prevenciji krivičnog dela namenskog trošenja budžetskih sredstava*, NBR – Žurnal za kriminalistiku i pravo, Vol. XII No.1, str.96 -110;
- (13) *Zakon o budžetskom sistemu* („Službeni glasnik RS“, br. 54/09, 73/10, 101/10, 101/11 i 93/12), čl. 2.tač.6);
- (14) The Institute of Internal Auditors, <http://na.theiia.org/standards-guidance/mandatory-guidance/Pages/Definition-of-InternalAuditing.aspx> (dostupno 26.7.2013)

Rad primljen: 23.11.2012.  
UDK: 334.726:336.226.12 ; 336.226.141  
ID BROJ: 203285260  
Stručni rad

# KOMPARATIVNI PRIKAZ OPOREZIVANJA DOBITI PREDUZEĆA U RAZVIJENIM ZEMLJAMA

## COMPARATION OF CORPORATE TAXATION IN DEVELOPED COUNTRIES

Dr Jadranka ĐUROVIĆ-TODOROVIĆ, Ekonomski fakultet, Niš  
Dr Marina ĐORĐEVIĆ, Ekonomski fakultet, Niš

### Rezime

Porez na dobit preduzeća predstavlja jedan od najznačajnijih poreskih oblika savremenih poreskih sistema. On spada u grupu osnovnih direktnih poreskih oblika, s obzirom na to da se putem njega prikupi značajan nivo poreskih prihoda. Cilj ovog rada je da prikaže oporezivanje dobiti preduzeća u izabranim razvijenim zemljama, kako bi se ukazalo na sličnosti i razlike koje se javljaju među njima, kako po pitanju poreskih elemenata, tako i po izdašnosti ovog poreskog oblika u ukupnim poreskim prihodima.

**Ključne reči:** POREZ NA DOBIT, PREDUZEĆE, PORESKA STOPA, IZDAŠNOST, DIREKTNI POREZI

### Summary

*Corporate income tax is one of the most important forms of tax in modern tax system. This is one of the main direct tax, considering the way he collected a significant amount of tax revenue. The aim of this paper is to present corporate taxation in selected developed countries, in order to point out the similarities and the differences between them, both in terms of tax elements, and by the abundance of this tax in the total tax revenue.*

**Key words:** INCOME TAX, COMPANY TAX RATE, YIELD, DIRECT TAXES

### UVOD

Porez na dohodak pravnih lica (porez na dobit preduzeća), pripada grupi direktnih poreza i predstavlja jedan od najznačajnijih poreskih oblika u poreskom sistemu svake savremene države. On nema veliku bilansnu izdašnost, poput poreza na dohodak fizičkih lica ili indirektnih poreza. Međutim, ima izraženu stabilizacionu i razvojnu komponentu. Putem ovog poreskog oblika moguće je uticati na ublažavanje cikličnih kolebanja privrede, čime se postiže finansijska i ekonomska stabilnost. S druge strane, porez na dobit preduzeća ima jak uticaj na privredni rast i razvoj, naročito izražen u domenu regulisanja i smanjenja regionalnih razlika. Ovaj poreski oblik se upotrebljava za realizaciju brojnih fiskalnih i vanfiskalnih ciljeva na mikro i makronivou.

U prvom delu ovog rada biće reči o pojavi i značaju poreza na dobit preduzeća u razvijenim zemljama. Njegov značaj će biti prikazan kroz izdašnost ovog poreskog oblika u strukturi poreskih prihoda. Takođe, u ovom delu rada biće ukazano na razlike koje postoje između propisanih i efektivnih poreskih stopa.

Drugi deo rada prikazaće sisteme oporezivanja dobiti preduzeća po zemljama. Iz grupe razvijenih zemalja biće analizirane: Australija, Japan, SAD, Kanada, Velika Britanija, Francuska, Nemačka i Švedska.

Na kraju, u zaključku, biće dati određeni zaključci o karakteru i značaju ovog poreskog oblika u zemljama razvijenog sveta.

### 1. ZNAČAJ POREZA NA DOBIT PREDUZEĆA U RAZVIJENIM ZEMLJAMA

Porez na dobit preduzeća prvi put se pojavio još krajem 19. veka. Kasnije, nakon Prvog svetskog rata, uvodi ga veliki broj zemalja radi prikupljanja prihoda za ratnu obnovu privrede. Kao takav, porez na dobit preduzeća postao je redovan poreski oblik u najvećem broju savremenih država. U poreski sistem Srbije uveden je 1. januara 1992. godine pod nazivom porez na dobit korporacija.

Na osnovu podataka iz tabele 1 može se zaključiti da porez na dobit ima različitu bilansnu izdašnost u različitim zemljama. U zavisnosti od širine poreske osnovice i visine poreske stope, pomoću njega se prikupi manji ili veći iznos prihoda. U 1975. godini prihodi od ovog poreza su se kretali od 2,9% u Norveškoj do 20,6% u Japanu. Prema podacima iz 2005. godine, prihodi su se kretali od 4,9% u Nemačkoj do 27% u Norveškoj. Takođe, izuzetno visok nivo prihoda prikupi se u Australiji – 19,4%, Japanu – 15,5% i Luksemburgu – 15,4%. U nekim zemljama, kao što je Austrija, prihodi od poreza na dobit su konstantno mali, dok su u drugim (Japan, Luksemburg, Australija, SAD) u svim posmatranim godinama bili na izuzetno visokom nivou (Đurović-Todrović, Đorđević [2011], str.143).

Kada je reč o području Evropske unije, do današnjih dana nisu ostvareni značajni rezultati na polju harmonizacije direktnih poreza, gde je lociran i porez na dobit preduzeća. Naime, zemlje članice primenjuju različite metode za izračunavanje oporezivog profita, koje

## FINANSIJE

**Tabela 1: Prihodi od poreza na dohodak pravnih lica u izabranim zemljama (u % od ukupnih budžetskih prihoda), 1975-2005.**

| <i>Država</i>    | <i>1975.</i> | <i>1985.</i> | <i>1995.</i> | <i>2005.</i> |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Kanada           | 13,6         | 8,2          | 8,2          | 10,5         |
| SAD              | 11,4         | 7,5          | 10,3         | 11,1         |
| Australija       | 12,4         | 9,4          | 14,8         | 19,4         |
| Japan            | 20,6         | 21,0         | 15,9         | 15,5         |
| Austrija         | 4,3          | 3,5          | 3,3          | 5,2          |
| Finska           | 4,7          | 3,4          | 5,0          | 7,6          |
| Francuska        | 5,2          | 4,5          | 4,9          | 5,5          |
| Nemačka          | 4,4          | 6,1          | 2,8          | <b>4,9</b>   |
| Grčka            | 3,4          | 2,7          | 6,3          | 10,3         |
| Irska            | 4,8          | 3,2          | 8,5          | 11,2         |
| Italija          | 6,3          | 9,2          | 8,7          | 6,8          |
| Luksemburg       | 15,6         | 17,7         | 17,7         | 15,4         |
| Norveška         | 2,9          | 17,2         | 9,2          | <b>27,0</b>  |
| Španija          | 6,9          | 5,1          | 5,4          | 10,9         |
| Švajcarska       | 8,5          | 6,8          | 6,6          | 8,9          |
| Velika Britanija | 6,2          | 12,6         | 8,1          | 9,3          |

*Izvor:* Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008, p. 101

se razlikuju u mnogim aspektima: različiti računovodstveni sistemi, različit tretman dividendi primljenih od drugih kompanija i kapitalnih dobitaka ili gubitaka i različit tretman deprecijacije (Đurović-Todrović [2002], str. 59).

**Tabela 2: Razlika između propisanih i efektivnih poreskih stopa poreza na dobit preduzeća u izabranim zemljama EU u 2011. godini (u %)**

| <i>Država</i> | <i>propisana poreska stopa</i> | <i>efektivna poreska stopa</i> | <i>Država</i> | <i>propisana poreska stopa</i> | <i>efektivna poreska stopa</i> |
|---------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------|--------------------------------|--------------------------------|
| V. Britanija  | 28                             | 23,2                           | Grčka         | 24                             | 13,9                           |
| Nemačka       | 30-33                          | 22,9                           | Irska         | 24                             | 11,9                           |
| Italija       | 31,4                           | 22,8                           | Rumunija      | 16                             | 10,4                           |
| Holandija     | 20-25                          | 20,9                           | Kipar         | 10                             | 9,4                            |
| Španija       | 30                             | 20,9                           | Francuska     | 33,33                          | 8,2                            |
| Poljska       | 19                             | 17,7                           | Estonija      | 21                             | 8                              |
| Mađarska      | 10/19                          | 16,7                           | Rep. Češka    | 19                             | 7,4                            |
| Švedska       | 26,3                           | 16,4                           | Danska        | 25                             | 7,4                            |
| Finska        | 26                             | 15,9                           | Slovačka      | 19                             | 7                              |
| Austrija      | 25                             | 15,7                           | Letonija      | 15                             | 6,5                            |
| Portugalija   | 12,5/25                        | 14,99                          | Belgija       | 33,99                          | 4,8                            |
| Slovenija     | 20                             | 14,8                           | Bugarska      | 10                             | 4,6                            |

*Izvor:* [www.worldwide-tax.com](http://www.worldwide-tax.com), [www.iiea.com/blogosphere/effective-eu-corporate-tax-rates](http://www.iiea.com/blogosphere/effective-eu-corporate-tax-rates) (1.9.2011)

Ako pogledamo tabelu 2, videćemo da je kod većine zemalja EU prisutna činjenica da je efektivna poreska stopa niža od propisane stope. Štaviše, razlike među zemljama članicama su niže ako se upoređuju realne stope, nego kada se to čini sa nominalnim poreskim stopama. Inače, iz ove tabele može se uočiti i tendencija smanjivanja razlike između nominalnih i realnih poreskih stopa tokom vremena. Razlika između propisane i efektivne poreske stope najizraženija je u Belgiji (33,99-4,8%), Francuskoj (33,33-8,2%) i Danskoj (25-7,4%).

Međutim, paralelno sa sniženjem poreske stope, vlade zemalja članica su proširivale poresku osnovicu. Drugim rečima, diskrepanca između oporezivog profita i realnog ekonomskog profita je smanjena (Revenue Statistics OECD [2000], p. 5). Poreska osnovica, u većini zemalja je proširena, jer su pooštreni kriterijumi za ubrzanu amortizaciju, produženo je vreme amortizacije aktive

i redukovana je amortizacija poslovnih zgrada. Prema tome, dok su ukupni efekti ovih promena i tendencija na stvarno poresko opterećenje ograničeni, nacionalni poreski sistemi su postali transparentniji.

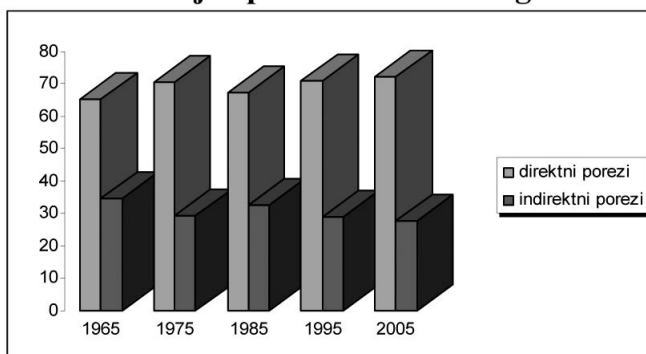
## **2. ANALIZA OPOREZIVANJA DOBITI PREDUZEĆA U IZABRANIM ZEMLJAMA**

U ovom delu rada biće prikazani različiti sistemi oporezivanja dobiti preduzeća u izabranim zemljama, u cilju sagledavanja sličnosti i razlika koje među njima postoje i donošenja što adekvatnijih zaključaka o karakteru i značaju ovog poreskog oblika u razvijenim zemljama.

### **2.1. Australija**

Analizom odnosa direktnih i indirektnih poreza, došli smo do zaključka da se u Australiji putem direktnih poreza obez-

**Slika 1: Odnos direktnih i indirektnih poreza u Australiji u periodu 1965-2005. godine**



*Izvor:* Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008;  
preračunavanja izvršili autori

bedi dve trećine poreskih prihoda, dok se indirektnim porezima prikupi samo jedna trećina. Ovo pokazuje da je u Australiji, zbog progresivnog oporezivanja i manje uloge poreza na potrošnju, ispoštovan princip pravičnosti u oporezivanju.

Na osnovu podataka iz tabele 3 vidimo da je porez na dobit preduzeća u Australiji jedan od najizdašnijih poreskih oblika, pošto se putem njega prikupi u proseku po godinama oko 15% ukupnih prihoda. U 2005. godini, prihodi od poreza na dobit preduzeća su dostizali nivo od 19,4% ukupnih prihoda. Ovaj podatak pokazuje njegovu veliku izdašnost u Australiji i ukazuje na postojanje jake privrede koja ima značajan fiskalni kapacitet. Takođe, veliki procenat prihoda od poreza na dobit

upravljanja u njoj ili su većinski vlasnici akcionarskog društva, a uz to su i vlasnici kompanije državljani ove zemlje. Ne-rezidenti plaćaju porez samo na prihod koji potiče sa područja Australije.

Porez na dobit preduzeća u Australiji plaća se po stopi od 30%. Poreski obveznici mogu da traže od poreskih vlasti da plaćaju porez u tromesečnim ratama sa konačnim poreskim obračunom u poreskoj prijavi na kraju godine. Akontacioni iznos se utvrđuje na osnovu plaćenog poreza u prethodnoj godini. Kvartalni porez se plaća u roku od 21 dana nakon završenog kvartala tekuće godine. Plaćanje svoje poreske obaveze oni mogu da odlože najkasnije do 28. dana narednog kvartala. Iznos tromesečne uplate utvrđuje se na dva načina:

**Tabela 3: Učešće prihoda od poreza na dobit preduzeća u direktnim poreskim prihodima i ukupnim prihodima budžeta u Australiji u periodu 1965-2005.**

| godine/prihodi | prihodi od poreza na dobit preduzeća |                        |
|----------------|--------------------------------------|------------------------|
|                | u % od direktnih poreskih prihoda    | u % od ukupnih prihoda |
| 1965.          | 27,3                                 | 16,3                   |
| 1975.          | 19,2                                 | 12,4                   |
| 1985.          | 15,0                                 | 9,4                    |
| 1995.          | 23,0                                 | 14,8                   |
| 2005.          | 28,6                                 | 19,4                   |

*Izvor:* Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008; preračunavanja izvršili autori

preduzeća u Australiji je rezultat visoke poreske stope.

*Poreski obveznik* poreza na dobit preduzeća u Australiji su kompanije-rezidenti koje ostvaruju prihod iz svih izvora. Rezidenti su kompanije koje su osnovane u Australiji, imaju mesto stalnog

- kada se tromesečne bruto uplate pomnože sa poreskom stopom ili
- na osnovu procene iznosa uplate od prethodne godine.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> <http://www.taxrates.cc/html/australia-tax-rates.html> (3. 11. 2012)

Poreska godina traje od 1. jula tekuće do 30. juna naredne godine. Međutim, poreski obveznik može da izabere obračunski period koji se razlikuje od poreske godine, ako za to ima opravdan razlog, kao što je usklađivanje sa finansijskom godinom po kojoj se upravlja matično preduzeće.

*Oporeziv prihod* se utvrđuje na osnovu procenjenog prihoda umanjelog za dozvoljene odbitke. Procenjen prihod uključuje prihod od prodaje robe, pružanja usluga, dividendi, kamata, prihoda od iznajmljivanja i druge prihode. Oporeziv prihod isključuje izuzeti dohodak koga čine: dividende dobijene od razvojnih fondova, prihodi dobrotvornih organizacija, prihod na koji je već plaćen porez u stranim ekspoziturama i drugi prihodi. Australijska poreska vlast nastoji da izbegne dvostruko oporezivanje dohotka, pa preduzima brojne mere po tom osnovu.

Kapitalni dobitak se može uključiti u ukupan prihod za oporezivanje i oporezovati po stopi od 30%. Međutim, ako postoje kapitalni gubici, kapitalni dobitak se umanjuje za iznos gubitka u toj godini.

### 2. 2. Japan

Obveznici nacionalnog poreza na dobit korporacija u Japanu su domaće kompanije sa sedištem u Japanu i strane kompanije koje posluju u ovoj zemlji i ostvaruju prihode. Stopa nacionalnog poreza na dobit je 30%. Korporacije čiji je početni kapital manji od 10 miliona jena, za prvih osam miliona jena prihoda plaćaju porez po stopi od 18%. Domaće kompanije plaćaju porez i na pri-

hode koje ostvaruju u inostranstvu, naročito ako se radi o prihodu ostvarenom u zemljama poreskog raja.

Poreska godina se poklapa sa kalendarskom godinom, ali je dozvoljeno kompanijama da izaberu i neki drugi dvanaestomesečni ili šestomesečni period. Japanske filijale stranih korporacija su u obavezi da usvoje obračunski period koji koristi njihova matična kompanija. Konačna poreska prijava poreza na dobit korporacija se podnosi u roku od dva meseca od kraja obračunskog perioda. Privremene poreske prijave se podnose jedino ako korporacija ima fiskalni period duži od šest meseci. Iznos koji treba uplatiti računa se kao polovina poreske obaveze za prethodnu godinu.

Oporeziv prihod se utvrđuje u skladu sa opšteprihvaćenim računovodstvenim principima, uz određene korekcije, u skladu sa zakonom. Od bruto prihoda se odbijaju troškovi i gubici. Ograničenja se odnose na odbitak troškova za zabavu. Amortizacija se vrši po proporcionalnoj ili regresivnoj metodi. Kod nekretnina i nematerijalnih ulaganja koristi se samo proporcionalna metoda. Ubrzana amortizacija se primenjuje u određenim slučajevima. Neophodno je izvršiti i usklađivanje transfernih cena.

Povoljan poreski tretman imaju kompanije koje su označene kao Blue Returns i povoljnosti se sastoje u sledećem:

- prenošenje poreskih gubitaka na narednu godinu ili period od sedam godina,
- prilagođavanje oporezivog priho-



da za potrebe oporezivanja sa obaveznim navođenjem razloga tog podešavanja,

- odbijanje naknada za rezerve, amortizacije i poreskog kredita predviđenih zakonom.

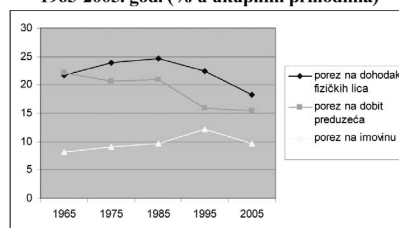
Lokalni porez na dobit preduzeća nameću opštine na poslovni prihod obračunat za poreske svrhe. Ovaj porez plaćaju samo kompanije koje imaju kapital veći od 100 miliona jena. Poreska stopa lokalnog poreza kreće se od 2,7% do 5,78%.

Osim nacionalnog i lokalnog poreza, u okviru oporezivanja preduzeća mogu se javiti i drugi porezi, kao što su: porez na porodične kompanije, poslovni porez i drugi. Porodične holding kompanije su one kod kojih je više od 50% akcija u vlasništvu prvih akcionara i one plaćaju porez po progresivnim stopama od 10, 15 i 20%, u zavisnosti od visine ostvarenog prihoda. S druge strane, preduzeća čije poslovne prostorije prelaze 1.000 kvadratnih metara ili zaposle više od 100 radnika, u određenim gradovima podležu porezu na poslovne aktivnosti na osnovu prostora ili bruto plate. Poreske vlasti gradova koji imaju najmanje 300.000 stanovnika, imaju diskreciono pravo da naplate ili ne naplate porez. Porez može biti nametnut za izgradnju ili povećanje poslovnog prostora ili u toku poslovanja. Porez se plaća u iznosu od 600 jena po kvadratnom metru prostora, plus 0,25% od ukupnih primanja koja se isplaćuju zaposlenima.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> <http://www.taxrates.cc/html/japan-tax-rates.html> (3. 11. 2012)

Poreske vlasti Japana daju poreske kredite za nabavku opreme i one koji su namenjeni malim i srednjim preduzećima. Takođe, u Zakonu o porezu na dobit korporacija u Japanu predviđena je mogućnost poreskog konsolidovanja.

Slika 2: Struktura direktnih poreza u Japanu u periodu 1965-2005. god. (% u ukupnim prihodima)



Izvor: Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008; preračunavanja izvršili autori

Na osnovu prikaza na slici 2 moguće je uočiti veliku izdašnost poreza na dobit preduzeća u Japanu u periodu od 1965. do 1985. godine, dok se prihodi od ovog poreza u narednih desetak godina naglo smanjuju (oko 15%) i počinju da stagniraju.

## 2.3. SAD

Obveznici nacionalnog poreza na dobit korporacija u SAD su sva pravna lica koja ostvaruju oporeziv prihod na teritoriji ove zemlje. Domaće kompanije plaćaju porez na ostvarenu dobit u zemlji i u inostranstvu, dok strane kompanije plaćaju porez samo na dobit ostvarenu u SAD. Stopa poreza je progresivna i kreće se od 15% do 39%. Oporezivanje dobiti preduzeća se vrši prema sledećoj tarifi:

Kao što možemo zapaziti iz poreske tarife (tabela 4), poreska vlast u SAD pravi razliku između različitih nivoa pri-



## FINANSIJE

Tabela 4: Poreska tarifa poreza na dobit korporacija u SAD u 2011. godini

| Oporeziv prihod (US \$) | Poreska stopa (u%)                              |
|-------------------------|-------------------------------------------------|
| 0-50.000                | 15%                                             |
| 50.000-75.000           | 7.500 \$ + 25% na iznos preko 50.000 \$         |
| 75.000-100.000          | 13.750 \$ + 34% na iznos preko 75.000 \$        |
| 100.000-335.000         | 22.250 \$ + 39% na iznos preko 100.000 \$       |
| 335.000-10.000.000      | 113.900 \$ + 34% na iznos preko 335.000 \$      |
| 10.000.000-15.000.000   | 3.400.000 \$ + 35% na iznos preko 10.000.000 \$ |
| 15.000.000-18.333.333   | 5.150.000 \$ + 38% na iznos preko 15.000.000 \$ |
| preko 18.333.333 \$     | flat 35%                                        |

Izvor: <http://www.taxrates.cc/html/us-tax-rates.html> (14. 11. 2011)

hoda koje ostvari korporacija. Tako je najniža poreska stopa za nivo prihoda do 50.000 \$ i iznosi 15%. Ova stopa se s porastom prihoda povećava do nivoa od 39%. Nakon toga poreska stopa se naglo smanjuje (34%) i opet počinje da raste (38%). U poslednjoj tranši, tačnije za iznos dohotka preko 18.333.333 \$, oporezivanje dohotka korporacija vrši se po flat poreskoj stopi od 35%. Na osnovu prikazane poreske tarife možemo zaključiti da se za oporezivanje dobiti korporacija u SAD primenjuje stepenasta poreska progresija.

*Poresku osnovicu* predstavlja oporeziva dobit koja se umanjuje za iznos različitih odbitaka: odbici za dobrotvorne organizacije, odbici po osnovu osiguranja zaposlenih, 50% odbitaka za promociju, odbici po osnovu „loših zajmova“ i dr.

Najznačajniji *poreski podsticaji* su poreski investicioni kredit, stimulisanje izvoza, stimulisanje istraživanja i razvoja i davanje poreskih povlastica u slučaju zapošljavanja novih radnika.

Ukoliko korporacija ostvaruje kapitalni dobitak od prodaje imovine, on se oporezuje po istim stopama kao i u slučaju bilo kog drugog prihoda. Ako

ostvari kapitalni gubitak, korporacija ga može pokriti isključivo kapitalnim gubitkom i to prenošenje je dozvoljeno u narednih tri-pet godina unapred ili godinu dana unazad.

Korporacije koje ostvare prosečnu godišnju dobit veću od 7.5 miliona US \$ u tri uzastopne godine, plaćaju alternativni minimalni porez po stopi od 20%. Plaćanjem ovog poreza, pojedine korporacije dobijaju poreske povlastice.<sup>3</sup>

Većina država i opština u SAD nameće lokalni porez na prihod korporacija. Poreske osnovice i stope se razlikuju od države do države i među opštinama. Ukoliko se dobit ostvaruje u više država, onda je dozvoljeno da se dobit podeli i posebno oporezuje.

Poreska administracija SAD nastoji da izbegne dvostruko oporezivanje za korporacije koje posluju na teritoriji ove države ili za domaće kompanije koje ostvaruju dobit u inostranstvu.

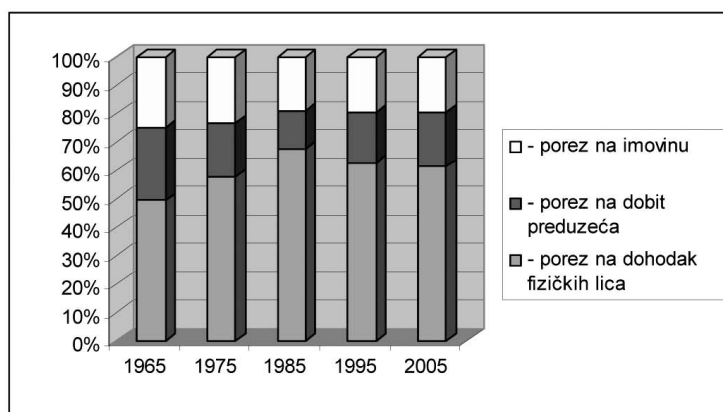
Ako je prihod korporacija neoporezovan, pojedinci mogu izbeći poreze na dohodak tako što će dohodak akumulirati unutar korporacije. Vlada SAD je

<sup>3</sup> <http://www.taxrates.cc/html/us-tax-rates.html> (4. 11. 2012)

na ovo reagovala tako što je stvorila sistem u kome je zakonski propisana poreska stopa na nivou korporacija 35%, i maksimalnih 39,6% na nivou fizičkog lica na isplaćivanje dividendi koje imaju status redovnog prihoda. Bilo je predloga da se ova dva prihoda sjedine u jedan sistem. Najradikalniji pristup je „metod partnerstva“, odnosno „puna integracija“, koji podrazumeva da se celokupan prihod korporacije u datoj godini, bez obzira na to da li je raspodeljen ili ne, bude pripisan akcionarima, kao da je korporacija partnersko društvo. Rasprava u SAD na ovu temu otvorila je brojna pitanja (Đurović-Todoro-

\$ po osobi (Fullerton, Rogers [1993], p. 226). Međutim, protivnici pune integracije su isticali da, uzimajući u obzir nesigurnosti vezane za operacije sa korporativnim porezom, predviđeni dobiti od efikasnosti ne bi ni postojali. Ako su argumenti produktivnosti u korist pune integracije tačni, onda njenim ustanovljavanjem svi poreski obveznici dobijaju, s tim što bi različite grupe ljudi bile različito pogođene.<sup>4</sup> *Fullerton i Rogers* našli su grubo oblikovani obrazac raspodele dobrobiti integracije – ljudi na višim i nižim krajevima distribucije prihoda dobijali bi nešto malo više od onih u sredini.

**Slika 3: Struktura direktnih poreza u SAD u periodu 1965-2005.**



*Izvor:* Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008; preračunavanja izvršili autori

vić [2003], str. 64): priroda korporacije, administrativne (upravne) poteškoće, efekti na produktivnost, efekti na štednju, efekti na raspodelu prihoda i dr.

*Fullerton i Rogers* su izračunali da bi vrednost dobitka od pune integracije samo u 1993. godini bila više od 10.000

<sup>4</sup> Npr. akcionari sa relativno visokim ličnim stopama poreza na prihod bi očekivali da dobiju manje od pune integracije, od onih sa niskim ličnim stopama. Istovremeno, integracija bi pogodovala pojedincima koji primaju relativno veliki deo svog prihoda od kapitala.

Porez se može plaćati u četiri tromesečne rate, avansno na osnovu procenjene poreske obaveze. Godišnja poreska prijava dospeva 15. dana trećeg meseca nakon kraja fiskalne godine. Ukoliko je fiskalna godina jednaka kalendarskoj godini, onda se prijave podnose

U novije vreme, porez na dobit korporacija obezbeđuje nešto više od 10% prihoda u ukupnim prihodima budžeta SAD. Ovakav nivo prihoda od poreza na dobit rezultat je brojnih faktora, kao što su smanjenje privredne aktivnosti, evazija poreza zbog visokih poreskih stopa i dr.

**Tabela 5: Učešće prihoda od poreza na dobit preduzeća u direktnim poreskim prihodima i ukupnim prihodima budžeta u SAD-u u periodu 1965-2005.**

| godine/prihodi | prihodi od poreza na dobit preduzeća |                        |
|----------------|--------------------------------------|------------------------|
|                | u % od direktnih poreskih prihoda    | u % od ukupnih prihoda |
| 1965.          | 21,2                                 | 16,4                   |
| 1975.          | 14,2                                 | 11,4                   |
| 1985.          | 9,2                                  | 7,5                    |
| 1995.          | 12,5                                 | 10,3                   |
| 2005.          | 13,1                                 | 11,1                   |

*Izvor:* Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008; preračunavanja izvršili autori

do 15. marta naredne godine. U pojedinim slučajevima, može biti odobreno automatsko produženje od šest meseci, ukoliko za to postoje opravdani razlozi.

Na osnovu prikazanih podataka na slici 3, može se uvideti da se najveći prihodi prikupe od poreza na dohodak fizičkih lica, a mnogo manji od poreza na dobit preduzeća i poreza na imovinu. Prihodi od poreza na dobit su se smanjivali u periodu od 1965. do 1985. godine, a kasnije je došlo do njihovog povećanja u narednom dvadesetogodišnjem periodu.

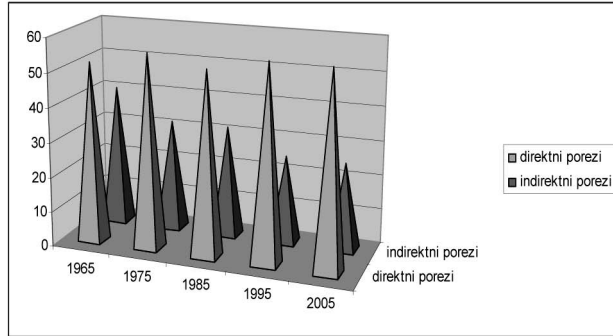
Na osnovu podataka iz tabele 5 može se uočiti da, iako manje izdašan od poreza na dohodak fizičkih lica, porez na dobit korporacija u SAD ipak obezbeđuje značajne prihode državnoj kasi. Nivo ovih prihoda u ukupnim prihodima dostizao je čak i 16,5%, dok je u nekim godinama bio i ispod 8%.

## 2.4. Kanada

Prilikom analize poreskog sistema, videli smo da u federalnoj državi kao što je Kanada, pored federalnih, postoje i pokrajinski ili teritorijalni porezi. Kada je u pitanju porez na dobit korporacija, važi isti princip. Postoji porez kojim se vrši oporezivanje na saveznom nivou i porez na nivou svake države pojedinačno.

Ako sagledamo strukturu poreskih prihoda u Kanadi u periodu 1965-2005. godine (slika 4), videćemo da se mnogo veći prihodi sakupe od direktnih poreza, što ukazuje na postojanje jednog efikasnog poreskog sistema, gde je poreski teret pravično raspoređen. Od direktnih poreza obezbedi se nešto više od polovine poreskih prihoda. Međutim, za potrebe naše analize u ovom delu, neophodno je sagledati strukturu prihoda od direktnih poreza.

**Slika 4: Odnos direktnih i indirektnih poreza u ukupnim poreskim prihodima u Kanadi u periodu 1965-2005.**



Izvor: Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008; preračunavanja izvršili autori

**Tabela 6: Struktura direktnih poreza u Kanadi u periodu 1965-2005. god. (u %)**

|                                | 1965. | 1975. | 1985. | 1995. | 2005. |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Porez na dohodak fizičkih lica | 22,6  | 32,8  | 35,2  | 37,5  | 35,7  |
| Porez na dobit korporacija     | 14,9  | 13,6  | 8,2   | 8,2   | 10,5  |
| Porez na imovinu               | 14,3  | 9,5   | 9,3   | 10,7  | 10,0  |

Izvor: Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008; preračunavanja izvršili autori

Iz priloženih podataka može se zaključiti da se putem poreza na dobit u Kanadi prikupi od 8,2% do 14,9% ukupnih prihoda budžeta. Posmatano po godinama, najveći prihodi od poreza na dobit korporacija prikupljani su 60-ih i 70-ih godina 20. veka, dok su 1985. godine naglo smanjeni za skoro polovinu dotadašnjih prihoda. Taj nivo prihoda od poreza na dobit korporacija je zadržan i u narednoj dekadi, da bi u 2005. godini došlo do njihovog povećanja za više od 2%.

Federalni porez na dobit korporacija u Kanadi plaća se po stopi od 18%,

dok se pokrajinski porezi plaćaju po različitim poreskim stopama, što ukupno daje efektivnu poresku stopu od najviše 34%.<sup>5</sup> Od 1. januara 2011. godine federalna stopa poreza na dobit korporacija iznosi 16,5%, sa tendencijom daljeg smanjenja na 15% u 2012. godini. Stope poreza na dobit korporacija po državama prikazane su u tabeli 7, iz koje se vidi da se ova stopa kreće od 10 do 16%.

<sup>5</sup> <http://www.taxrates.cc/html/canada-tax-rates.html> (4. 11. 2012)

**Tabela 7: Poreske stope poreza na dobit u državama Kanade u 2011.**

| <i>Država</i>                           | <i>opšta stopa</i> | <i>stopa za mala<br/>i srednja preduzeća</i> |
|-----------------------------------------|--------------------|----------------------------------------------|
| <i>Alberta</i>                          | 10%                | 3%                                           |
| <i>British Columbia (BC)</i>            | 10,5%              | 2,5%                                         |
| <i>Manitoba (MB)</i>                    | 12%                | 1%                                           |
| <i>New Brunswick (NB)</i>               | 12%                | 5%                                           |
| <i>Newfoundland &amp; Labrador (NL)</i> | 14%                | 5%                                           |
| <i>Nova Scotia (NS)</i>                 | 16%                | 5%                                           |
| <i>Northwest Territories (NT)</i>       | 11,5%              | 4%                                           |
| <i>Nunavut (NU)</i>                     | 12%                | 4%                                           |
| <i>Ontario (ON)</i>                     | 14%                | 5,5%                                         |
| <i>Prince Edward Island (PE)</i>        | 16%                | 2,1%                                         |
| <i>Québec (QC)</i>                      | 11,9%              | 8%                                           |
| <i>Saskatchewan (SK)</i>                | 12%                | 4,5%                                         |
| <i>Yukon (YT)</i>                       | 15%                | 4%                                           |

*Izvor:* <http://www.taxrates.cc/html/canada-tax-rates.html> (14. 11. 2011)

*Poreski obveznici* poreza na dobit korporacija su korporacije koje posluju na teritoriji Kanade i ostvaruju prihode. Nerezidentne korporacije plaćaju porez samo na prihode koje ostvare na teritoriji Kanade. Ukoliko neka korporacija ostvaruje prihod u više pokrajina, prihod se oporezuje srazmerno realizaciji i utvrđuje se pomoću unapred određenih formula.

*Oporeziva dobit* se određuje tako što se dobit iz bilansa uspeha koriguje u skladu sa zakonskim principima. Kapitalni dobitak se uključuje u osnovicu za oporezivanje u iznosu od 50% i podleže istom poreskom tretmanu. Kapitalni gubici se mogu pokriti kapitalnim dobitkom u naredne tri godine.

Porez na dobit plaća se u mesečnim ratama i po konačnom obračunu koji mora da se plati dva meseca nakon iste ka poreske godine.

## **2.5. Velika Britanija**

Prva zemlja koja je uvela porez na dobit, tzv. opšti porez na dohodak, jeste Velika Britanija, i to po stopi od 10%. Ovaj porez je uveden za potrebe obezbeđenja sredstava u vreme Napoleonom ratova. On se, kao takav, održao sve do današnjih dana.

Porez na dobit korporacija u Velikoj Britaniji predstavlja jedan od najznačajnijih poreza, pomoću koga se sakupi veliki obim prihoda budžeta. Na osnovu tabele 8 i slike 5, može se uočiti da se od ovog poreza prikupi od 4,4% do 12,6% prihoda.

Prihodi od poreza na dobit korporacija u Velikoj Britaniji varirali su iz godine u godinu.

S druge strane, ako izuzmemo 1985. godinu, videćemo da je prisutna tendencija umerenog rasta prihoda od poreza na dobit preduzeća.

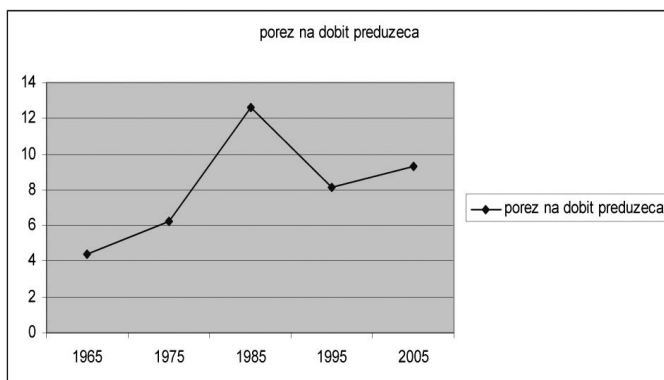
## FINANSIJE

Tabela 8: **Učešće prihoda od poreza na dobit preduzeća u direktnim poreskim prihodima i ukupnim prihodima budžeta u V. Britaniji u periodu 1965-2005.**

| godine/prihodi | prihodi od poreza na dobit preduzeća |                        |
|----------------|--------------------------------------|------------------------|
|                | u % od direktnih poreskih prihoda    | u % od ukupnih prihoda |
| 1965.          | 6,6                                  | 4,4                    |
| 1975.          | 8,2                                  | 6,2                    |
| 1985.          | 18,4                                 | 12,6                   |
| 1995.          | 12,4                                 | 8,1                    |
| 2005.          | 13,2                                 | 9,3                    |

Izvor: Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008; preračunavanja izvršili autori

Slika 5: **Kretanje poreza na dobit preduzeća u Velikoj Britaniji u periodu 1965-2005.**



Izvor: Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008; preračunavanja izvršili autori

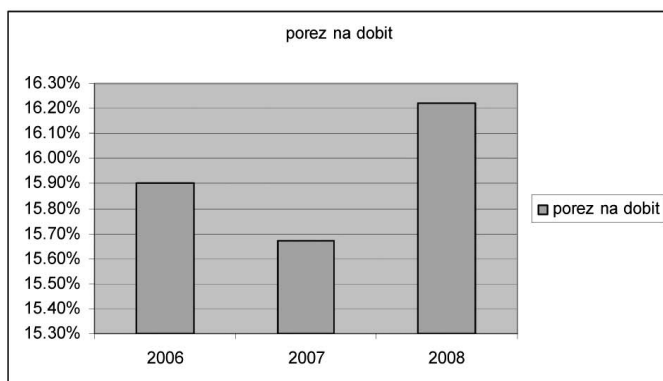
Međutim, ukoliko pogledamo podatke iz perioda 2006-2008. godine (slika 6), videćemo da su se prihodi od poreza na dobit preduzeća u Velikoj Britaniji smanjili u 2007. u odnosu na 2006. godinu, dok su u 2008. ponovo porasli.

*Obveznik* poreza na dobit korporacija u Velikoj Britaniji su preduzeća rezidenti koja ostvaruju prihode u zemlji i inostranstvu. Rezidentne kompanije su one koje su osnovane u Velikoj Britaniji i imaju mesto upravljanja i

kontrole u ovoj zemlji. Nerezidentna preduzeća plaćaju porez samo na prihode koje ostvaruju na teritoriji Velike Britanije.

*Stopa poreza* na dobit korporacija u Velikoj Britaniji je 28%. Međutim, pored ove, postoji i snižena stopa koja se odnosi na male kompanije (preduzeća sa oporezivim dobitkom manjim od 300.000 evra) i koja iznosi 21%. Porez se plaća po poreskoj tarifi koja ima dve tranše i dve poreske stope:

**Slika 6: Kretanje prihoda od poreza u periodu 2006-2008. god. u Velikoj Britaniji**



*Izvor:* Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008;  
preračunavanja izvršili autori

**Tabela 9: Poreska tarifa poreza na dobit preduzeća u Velikoj Britaniji za period 2010-2011.**

| <i>oporeziv prihod (u €)</i> | <i>poreska stopa (u%)</i> |
|------------------------------|---------------------------|
| 0-300.000                    | 21%                       |
| preko 300.000                | 28%                       |

*Izvor:* <http://www.taxrates.cc/html/uk-tax-rates.html> (5. 11. 2012)

Kapitalni dobiti se uključuju u poreznu osnovicu i podležu oporezivanju po stopi poreza na dobit preduzeća. Ukoliko postoje kapitalni gubici, oni se mogu pokriti iz kapitalnih dobitaka na neodređeno vreme.

Postoji veliki broj poreskih podsticaja koji se daju preduzećima na raspolaganju. Takođe, preduzeća dobijaju poreske olakšice u slučaju da ulažu u istraživanje i razvoj. U slučaju da je preduzeće platilo porez u inostranstvu, izbegava se dvostruko oporezivanje takvog preduzeća.

Poreska godina se završava 31. marta, kada su korporacije dužne da plate

porez i da podnesu konačnu poresku obavezu. Velike kompanije imaju pravo da plaćaju porez u četiri jednake rate. Prvu uplatu treba izvršiti četrnaestog dana od isteka obračunskog perioda. Kompanije nastoje da plate porez na vreme pošto, ukoliko ga ne plate, slede velike kazne u vidu plaćanja kamate. Kazne su prilično visoke i poreski obveznici znaju da im je isplativije da na vreme izvrše svoju poresku obavezu.

## 2.6. Nemačka

Porez na dobit korporacija u Nemačkoj (Körperschaftssteuer) je pose-



## FINANSIJE

ban oblik poreza na dohodak pravnih lica i pripada grupi direktnih poreza. Do 1976. godine u SR Nemačkoj je na snazi bio Zakon o porezu na korporacije, pri čemu je predmet oporezivanja bila ukupna dobit korporacije. Međutim, od 1977. godine primenjuje se drugačiji postupak oporezivanja, koji predstavlja integraciju poreza na

zira na to gde je ostvarena. Međutim, neke korporacije su izuzete od plaćanja poreza na dobit, kao što su humanitarne fondacije, crkvene institucije i sportski klubovi. Što se tiče stranih kompanija koje posluju na teritoriji SR Nemačke, one se oporezuju po stopi od 19% (Đurović-Todorović, Đorđević [2010], str. 289).

Tabela 10: Kretanje stope poreza na dobit korporacija u Nemačkoj, 1995-2010.

| Godina | Poreska stopa (%) | Godina | Poreska stopa (%) |
|--------|-------------------|--------|-------------------|
| 1995.  | 57                | 2003.  | 39,5              |
| 1996.  | 57                | 2004.  | 38                |
| 1997.  | 57                | 2005.  | 38                |
| 1998.  | 56                | 2006.  | 38                |
| 1999.  | 52                | 2007.  | 38                |
| 2000.  | 52                | 2008.  | 29,5              |
| 2001.  | 38                | 2009.  | 29,5              |
| 2002.  | 38                | 2010.  | 29,5              |

Izvor: European Commission, Taxation papers: Monitoring tax revenues and tax reforms in EU Member States 2010 – Tax policy after the crisis, Working paper no. 24, 2010, p. 53, web site: [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_papers/taxation\\_paper\\_24\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_24_en.pdf) (18. 7. 2012)

dohodak fizičkih lica i poreza na korporacije. Pre reforme iz 2000. godine oporezivanje dobiti se vršilo na sledeći način: na raspodeljenu dobit primenjena je stopa od 30%, dok je za neraspodeljenu dobit ova stopa iznosila 45%. Posle toga je uvedena zajednička stopa od 25%. Ovom reformom je paralelno sa smanjenjem stope izvršeno proširenje osnovice. Smanjena je amortizacija na mašine i zgrade. Obveznici ovog poreza su korporacije u privatnom ili državnom vlasništvu, kooperative, asocijacije i fondacije koje imaju sedište ili vrše upravljanje iz Nemačke, i to za ukupnu dobit, bez ob-

SR Nemačka je 1. januara 2008. godine izvršila reformu poreza na dobit u cilju smanjenja poreskog opterećenja, gde je značajno smanjena stopa, ali je proširena osnovica. Naime, stopa poreza na dobit je pre reforme iznosila 25%, a nakon reforme 15%. Međutim, na ovu stopu treba dodati 5,5% poreza za solidarnost i 14% lokalnog poreza na transakcije (trade tax), tako da ukupna stopa iznosi 29,5% (tabela 10). Ovom reformom uvedeno je pravilo o ograničenju isplaćenih kamata na tri miliona evra, u smislu da je iznos preko toga ulazio u poresku osnovicu. Takođe je imple-

**Tabela 11: Kretanje prihoda od poreza na dobit korporacija  
u Nemačkoj, 1965-2006.**

| Godina | Ukupni poreski prihodi<br>u milionima<br>DEM/EUR | Prihodi od poreza na dobit korporacija |                                    |
|--------|--------------------------------------------------|----------------------------------------|------------------------------------|
|        |                                                  | U mil. DEM/EUR                         | U % od ukupnih<br>poreskih prihoda |
| 1965.  | 74.190                                           | 5.806                                  | 7,82                               |
| 1975.  | 189.061                                          | 8.362                                  | 4,40                               |
| 1985.  | 355.212                                          | 21.741                                 | 6,12                               |
| 1995.  | 687.968                                          | 19.171                                 | 2,80                               |
| 2005.  | 780.304                                          | 38.565                                 | 4,94                               |
| 2006.  | 826.328                                          | 48.802                                 | 5,90                               |

*Izvor:* Revenue Statistics 1965-2007. OECD, preračunavanja izvršili autori

mentirano modifikovano pravilo poreske osnove u koju su uključeni delovi izdataka za kamate, rente, lizing i licence.<sup>6</sup>

Porez na dobit korporacija se plaća po rešenju. Međutim, obveznici su dužni da kvartalno plaćaju akontacije, do konačnog obračuna, i to desetog dana u mesecu nakon isteka kvartalnog perioda. Inače, korporacije su obavezne da, kada isplaćuju dividende, obračunaju porez po odbitku na prihode od kapitala po stopi od 25%. Ova obaveza ne postoji ako je reč o nerezidentima koji žive u zemljama s kojima je Nemačka sklopila ugovor o dvostrukom oporezivanju. Iz podataka prikazanih u tabeli 11 uočavamo da prihodi od poreza na dobit korporacija nemaju veliku izdašnost. Posebno slabi rezultati su ostvareni 1995. godine, kada je ovim

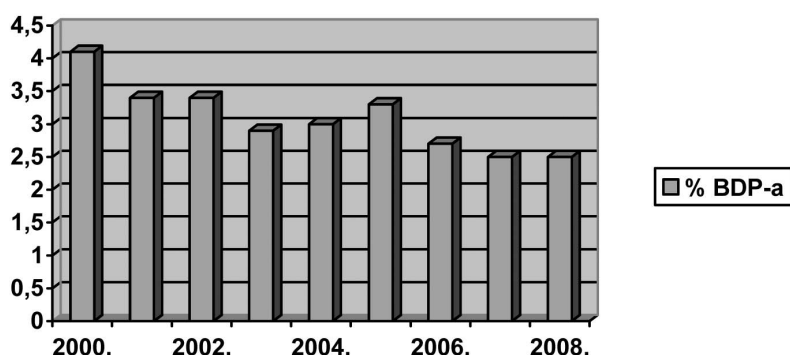
porezom prikupljeno svega 2,80% ukupnih poreskih prihoda. Stanje se posle ove godine postepeno popravlja, da bi ovaj procenat bio više nego udvostručen u 2006. godini, kada je iznosio 5,90%. S druge strane, ako analiziramo učešće poreza na dobit korporacija u BDP-u (slika 7), uočićemo da u posmatranom periodu od 2000-2008. godine postoji blaga tendencija pada ovog racija, sa izuzetkom 2005. godine.

*Oporeziv prihod* kompanija utvrđuje se na osnovu ostvarene dobiti umanjene za dozvoljene odbitke. Za svrhe oporezivanja oduzimaju se svi poslovni rashodi, osim troškova zabave koji se odbijaju u iznosu od 70%. Osnovna sredstva se otpisuju tokom procenjenog veka upotrebe, po stopama propisanim poreskim zakonom. Kapitalni gubici se mogu preneti bez ograničenja na naredne godine.

U Nemačkoj fiskalna godina počinje 1. januara i traje do 31. decembra. Prilikom prikupljanja poreza, primarni cilj je fiskalni, ali postoji i mnoštvo sekundarnih ciljeva (ekonomski, socijalni, demografski).

<sup>6</sup> *European Commission – Taxation trends in European union*, 2010 edition, web site: [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_structures/2010/2010\\_full\\_text\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2010/2010_full_text_en.pdf) (8. 7. 2012)

Slika 7: Porez na dobit korporacija kao % BDP-a  
u Nemačkoj, 2000-2008.



Izvor: European Commission – Taxation trends in European union, 2010 edition, [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_structures/2010/2010.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2010/2010.pdf) (23. 7. 2012)

## 2.7. Francuska

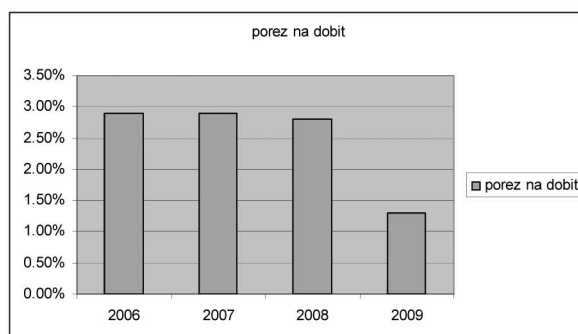
Porez na dobit korporacija u Francuskoj (*fr. Impôt sur les sociétés – IS*) je jedan od najznačajnijih poreskih oblika. Poreski obveznici ovog poreza u Francuskoj su korporacije i to: javna preduzeća, društva sa ograničenom odgovornošću, partnerstva i akcionarska društva. Takođe, oporezivanju podležu i trgovinska preduzeća i poslovna udruženja. Poreski obveznici poreza na dobit korporacija u Francuskoj su sve korporacije koje ostvaruju dobit u zemlji. Francuska kompanija koja posluje u inostranstvu se ne oporezuje. Nerezidentne kompanije plaćaju porez samo na prihode koje ostvaruju u Francuskoj.

U Francuskoj, standardna poreska stopa je tokom godina varirala u različitim pravcima. U periodu od 1958.

do 1985. godine stopa je bila stabilna i iznosila je 50%. Od 1986. godine stopa poreza na dobit korporacija se smanjuje, a zatim od 1993. godine ostaje na nivou od 33,33%. Danas, standardna poreska stopa ovog poreza i dalje iznosi 33,33%. Specifična stopa od 15% primenjuje se na mala preduzeća čija dobit ne prelazi zakonom propisan minimum. Kompanije koje ostvaruju dobit veću od 7.360.000 evra, moraju da plate doprinos za socijalnu bezbednost koji iznosi 3,3%.

Kao što se sa slike 8 može zapaziti, prihodi su od 2006. do 2008. godine bili prilično ujednačeni. Međutim, do njihovog naglog smanjenja došlo je u 2009. godini, što je posledica negativnih dešavanja u svetu, odnosno svetske ekonomske krize koja se reflektovala i

**Slika 8: Prihodi od poreza na dobit u Francuskoj u periodu 2006-2009.  
(u % od BDP-a)**



*Izvor: Eurostat Statistical books*

**Tabela 12: Učešće prihoda od poreza na dobit preduzeća u direktnim poreskim prihodima i ukupnim prihodima budžeta u Francuskoj, u periodu 1965-2005.**

| godine/prihodi | prihodi od poreza na dobit preduzeća |                        |
|----------------|--------------------------------------|------------------------|
|                | u % od direktnih poreskih prihoda    | u % od ukupnih prihoda |
| 1965.          | 8,9                                  | 5,3                    |
| 1975.          | 8,2                                  | 5,2                    |
| 1985.          | 6,6                                  | 4,5                    |
| 1995.          | 7,1                                  | 4,9                    |
| 2005.          | 7,7                                  | 5,5                    |

*Izvor: Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008; preračunavanja izvršili autori*

na Francusku kroz nerentabilno poslovanje sve većeg broja preduzeća, njihovu likvidaciju i propadanje.

*Oporeziv prihod* se utvrđuje na osnovu računovodstvenog rezultata iz bilansa uspeha. Ukoliko je potrebno, vrše se određene korekcije za potrebe oporezivanja. Poslovni profit se definiše kao bruto profit umanjen za administrativne i prodajne troškove.

Poreske vlasti predviđaju različite poreske olakšice i to naročito za predu-

zeća koja posluju na Korzici, u prekomorskim departmanima i određenim ugroženim gradskim i prigradskim zonama. Posebne poreske olakšice se odnose na ulaganja u istraživanje i razvoj.

Poreska godina traje od 1. januara do 31. decembra. Porez se plaća u četiri rate i to svakog 15. u mesecu nakon protoka kvartalnog perioda.<sup>7</sup>

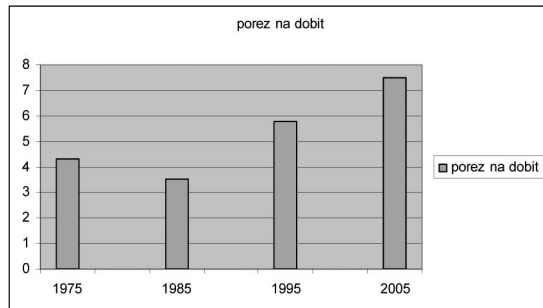
<sup>7</sup> <http://www.taxrates.cc/html/france-tax-rates.html> (6. 11. 2012)

Porez na dobit korporacija je jedan od najznačajnijih poreza, mada postoje brojni protivnici ovog poreza u Francuskoj koji smatraju da korporacije ne bi trebalo da budu oporezovane.

Na osnovu podataka iz tabele 12, može se uočiti da su prihodi od poreza na dobit korporacija prilično ujednačeni. Od ukupnih prihoda oni čine nešto više od 5%, dok je njihovo učešće u prihodima od direktnih poreza oko 8%. Ovi podaci pokazuju da se putem poreza na dobit korporacija prikupi nizak nivo prihoda u budžetu, što je rezultat malog broja preduzeća koja rentabilno posluju. Takođe, u poreskom sistemu Francuske postoje brojne olakšice i oslobođenja, što

prikupi mnogo manji iznos poreskih prihoda nego od poreza na dohodak fizičkih lica. Ako pogledamo podatke o Švedskoj, videćemo da se porezom na dobit obezbedi samo od 3,5% do 7,5%, dok se porezom na dohodak fizičkih lica prikupi od 31,5% do 46%. Ovako velika razlika u izdašnosti poreza je rezultat toga što se, s jedne strane, u Švedskoj primenjuje dualni sistem oporezivanja dohotka, a s druge strane u oporezivanju dobiti korporacija u primeni je veliki broj poreskih oslobođenja.<sup>8</sup> Bez obzira na malu izdašnost, prihodi od ovog poreza se ipak povećavaju iz godine u godinu, što će biti prikazano na sledećoj slici.

**Slika 9: Kretanje prihoda od poreza na dobit preduzeća u Švedskoj, 1975-2005.**



Izvor: Eurostat Statistical books

dodatno umanjuje prihode od poreza na dobit preduzeća. Ovu tvrdnju pokazuje podatak da je zakonska stopa poreza na dobit 33,33%, a efektivna samo 8,2%.

## 2.8. Švedska

Porez na dobit preduzeća u Švedskoj nema veliku izdašnost, jer se od njega

Kao što se sa slike 9. može uočiti, prihodi od poreza na dobit preduzeća u Švedskoj su se smanjili u 1985. u odnosu na 1975. godinu. Nakon tog perioda

<sup>8</sup> Zakonska stopa poreza na dobit preduzeća je 26,3%, dok je efektivna stopa 16,4%, zbog brojnih poreskih oslobođenja i olakšica.

dolazi do rasta prihoda u narednim godinama, tako da su oni u 2005. udvostručeni u odnosu na 1985. godinu.

Porez na dobit preduzeća u Švedskoj plaća se po stopi od 26,3%.

*Obveznik* poreza na dobit preduzeća su korporacije koje posluju u Švedskoj, ukoliko su registrovane kod kancelarije za registraciju švedskih kompanija. To su kompanije rezidenti. S druge strane, kompanije nerezidenti plaćaju porez samo na prihode koje ostvare u Švedskoj, ukoliko imaju stalnu poslovnu jedinicu u ovoj zemlji.

*Oporeziv prihod* korporacije se utvrđuje u računovodstvenim izveštajima. Od ostvarenog prihoda odbijaju se svi troškovi načinjeni za njihovo ostvarenje. Međutim, postoje određene vrste troškova koji nisu odbitna stavka ili se ne odbijaju u potpunosti, već u određenom procentu. Dividende se

Ukoliko je porez plaćen u inostranstvu na određeni prihod preduzeća, onda se u Švedskoj za isti prihod određuje poreski kredit, kako bi se izbeglo dvostruko oporezivanje. Takođe, i u Švedskoj se javlja problem transfernih cena (cena među povezanim licima), koje je neophodno korigovati. Ukoliko postoji grupa kompanija, ona nema pravo da podnosi konsolidovanu poresku prijavu.

Poreska godina u Švedskoj traje 12 meseci. Međutim, kao i u drugim zemljama, sastoji se iz četiri kvartala koji se završavaju 31. decembra, 30. aprila, 30. juna i 31. avgusta. Podnošenje konačne poreske prijave mora da se okonča najkasnije do 2. maja sledeće godine. Ukoliko se zakasni, poreske vlasti nameću kaznu korporaciji koja iznosi 5.000 kruna, uz dodatne naknade ako se nastavi sa kašnjenjem u uplati poreza.<sup>9</sup>

**Tabela 13: Učešće prihoda od poreza na dobit u ukupnim poreskim prihodima u Švedskoj u periodu 1975-2005. (u mil. kruna i u %)**

| <i>godine</i> | <i>prihodi od poreza na dobit preduzeća</i> |     |
|---------------|---------------------------------------------|-----|
|               | u mil. kruna                                | u % |
| 1975.         | 5,736                                       | 4,3 |
| 1985.         | 15,144                                      | 3,5 |
| 1995.         | 49,801                                      | 5,8 |
| 2005          | 101,989                                     | 7,5 |

*Izvor:* Revenue statistic OECD 2000-2007, OECD 2008; preračunavanja izvršili autori

uključuju u osnovicu za oporezivanje i oporezuju se standardnom poreskom stopom. Kapitalni dobiti su oslobođeni poreza, ukoliko su ostvareni iz poslovne aktivnosti. Kapitalni gubici mogu da se prenose na neodređeno vreme i da se pokrivaju iz kapitalnih dobitaka.

Na osnovu podataka iz tabele 13, vidimo da su prihodi od poreza na dobit preduzeća u Švedskoj rasli iz godine u godinu, ali samo u apsolutnom iznosu.

<sup>9</sup> <http://www.taxrates.cc/html/sweden-tax-rates.html> (6. 11. 2012)

U relativnom iznosu, u odnosu na ukupne poreske prihode, može se zapaziti njihov neujednačen rast.

### ZAKLJUČAK

Na osnovu analiziranih podataka o oporezivanju dobiti pravnih lica u izabranim visokorazvijenim zemljama, može se zaključiti da postoje brojne sličnosti, ali i razlike između ovih zemalja.

Što se tiče izdašnosti ovog poreskog oblika, odnosno učešća prihoda od poreza na dobit u ukupnim prihodima budžeta posmatranih zemalja, oni su varirali od 3% do 27%, što predstavlja veoma raznolik procenat posmatrano od zemlje do zemlje. Prema podacima iz 2005. godine, prihodi su se kretali od 4,9% u Nemačkoj do 27% u Norveškoj. Takođe, izuzetno visok nivo prihoda prikupi se u Australiji – 19,4%, Japanu – 15,5% i Luksemburgu – 15,4%. U nekim zemljama, kao što je Austrija, prihodi od poreza na dobit su konstantno mali, dok su u drugim (Japan, Luksemburg, Australija, SAD) u svim posmatranim godinama bili na izuzetno visokom nivou. Ovolike razlike u izdašnosti poreza na dobit preduzeća, posmatrano po zemljama, nisu očekivane, s obzirom na to da sve one spadaju u kategoriju razvijenih zemalja. Međutim, bez obzira na sličnosti po pitanju poreskog obveznika, poreske osnovice i poreskog tretmana pojedinih kategorija prihoda, postoje značajne razlike po pitanju poreske stope i poreskih olakšica i oslobođenja.

Zbog razlika u visini propisanih poreskih stopa, ali i velikih poreskih olakšica i oslobođenja, javljaju se

značajne razlike i u efektivnim poreskim stopama. Poređenjem propisanih i efektivnih poreskih stopa mogu se uočiti ogromne neujednačenosti koje su najizraženije u zemljama kao što su Belgija (propisana 33,99% - efektivna 4,8%) ili Francuska (propisana 33,33% - efektivna 8,2%). S obzirom na ove razlike u poreskim stopama, kako zakonskim, tako i nominalnim, jasno je zašto se javljaju takva kolebanja u izdašnosti ovog poreskog oblika.

Takođe, analizom izdašnosti poreza na dobit preduzeća u posmatranim zemljama, može se zapaziti da su veoma visoki prihodi prikupljani u periodu od 1965. do 1985. godine, kada dolazi do njihovog smanjenja. Ovo smanjenje se pripisuje poreskim reformama koje su dovele do smanjenja poreskih stopa, u cilju smanjenja poreskog opterećenja privrede. Međutim, uporedo sa smanjenjem poreskih stopa proširavane su poreske osnovice, pa je taj pad prihoda ipak usporen.

U poslednjim godinama, prihodi od poreza na dobit preduzeća su varirali, pre svega zbog globalnih dešavanja u svim privredama, koja su rezultat svetске ekonomske krize koja je zahvatila čitav svet, a posebno je imala snažan uticaj na razvijene zemlje.

### LITERATURA

1. Fullerton, D. (1993); Lim Rogers, D., *Who Bears the Lifetime Tax Burden?*, Washington, DC: Brookings Institution
2. Đurović-Todorović, Jadranka, Đorđević Marina (2011), *Direktni*



- porezi*, Ekonomski fakultet, Niš
3. Đurović-Todorović, Jadranka, Đorđević Marina (2009), *Javne finansije*, Ekonomski fakultet, Niš
  4. Đurović-Todorović, Jadranka (2002), „Corporate Income Tax in EU Countries – Comparative Analysis“, *Facta Universitatis*, vol. 1, no 10
  5. Đurović-Todorović, Jadranka (2003), „Specifičnosti poreza na dobit korporacija u SAD“, *Poslovna politika*, maj 2003, Zemun
  6. Đurović-Todorović, Jadranka, Đorđević, Marina (2010), „Kompleksnost nemačkog poreskog sistema“, *Ekonomika preduzeća*, novembar-decembar 2010, Savez ekonomista Srbije
  7. Revenue Statistics OECD, 1965-1999, OECD, 2000
  8. *European Commission – Taxation trends in European Union*, 2010 edition, web site: [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_structures/2010](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2010)
  9. <http://www.taxrates.cc/html/australia-tax-rates.html>
  10. <http://www.taxrates.cc/html/japan-tax-rates.html>
  11. <http://www.taxrates.cc/html/us-tax-rates.html>
  12. <http://www.taxrates.cc/html/canada-tax-rates.html>
  13. <http://www.taxrates.cc/html/france-tax-rates.html>
  14. <http://www.taxrates.cc/html/sweden-tax-rates.html>

Rad primljen: 26.8.2013.

UDK: 336.748.12(497.1); 338.22(497.1); 330.342.151(497.1)

ID BROJ: 203289868

Stručni rad

# **HARMONIZACIJA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA U ZEMLJAMA ISTOČNE EVROPE**

## ***EAST EUROPE COUNTRIES FINANCIAL REPORTING HARMONISATION***

**Mr Miloš MILOŠEVIĆ**

**Beogradska poslovna škola – VŠSS, Beograd**

### **Rezime**

U širenju sopstvenog poslovanja van nacionalnih granica kompanije imaju prost zahtev – ujednačeno finansijsko izveštavanje. Jedinstven modus sastavljanja finansijskih izveštaja je neophodan uslov za otvaranje zemlje svetlu, ostvarenje većeg priliva stranih direktnih i portfolio investicija, povećanje mogućnosti zaduženja domaćih preduzeća kod inostranih poverilaca i stvaranje efikasnijeg finansijskog tržišta. Zemlje Istočne Evrope, koje su težile brzom ulasku u EU, u procesu tranzicije su morale da usklade sopstvenu regulativu sa evropskom. Primena međunarodne profesionalne regulative, donete od strane vodećih međunarodnih strukovnih organizacija, osnov je za sastavljanje kvalitetnih finansijskih izveštaja. Ona obezbeđuje uporedivost finansijskih izveštaja, a time i preduslove za veći priliv stranog kapitala i osnovu za funkcionisanje nacionalnog tržišta kapitala.

**Ključne reči:** TRŽIŠTE KAPITALA, ISTOČNA EVROPA, MEĐUNARODNA PROFESIONALNA REGULATIVA, HARMONIZACIJA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA.

### Summary

*Companies, in expanding businesses outside the national borders, have a simple request - uniform financial reporting. The unique mode of preparation of financial statements is mandatory condition for a country to open up to the world, achieve a higher inflow of foreign direct and portfolio investments and increase the possibility of borrowing from foreign creditors and create a more efficient financial market. The countries of Southeastern Europe, which tended to a rapid entry into the EU, in the transition process had to harmonize its own legislation with the European. Application of the international professional regulation, adopted by the leading international professional organizations, is the basis for the preparation of high quality financial reports. It ensures the comparability of financial statements, and therefore, the preconditions for greater inflow of foreign capital and also provides the basis for functioning of national capital market.*

**Key Words:** CAPITAL MARKET, EAST-EUROPE COUNTRIES, INTERNATIONAL PROFESSIONAL REGULATION, HARMONIZATION OF FINANCIAL REPORTING.

### UVOD

U globalnoj svetskoj ekonomiji multinacionalne kompanije brišu nacionalne granice, te uvećavaju sopstvenu konkurentsku prednost na svetskom tržištu. Usled naučno-tehnološkog progresa, proizvodne mogućnosti kompanija su izuzetno povećane, a težnja kompanija je da maksimiziraju profit, korišćenjem jeftinije radne snage i sirovina u drugim zemljama i ulaskom na tržišta drugih zemalja. U prodoru na druga tržišta multinacionalne kompanije su osnivale afilijacije, u zemljama gde su videle šansu za ostvarenje profita. One su nastupale kao investitor u posrnulim nacionalnim ekonomijama zemalja u tranziciji Istočne Evrope, kupovinom ili dokapitalizacijom domaćih preduzeća.

Zemlje Istočne Evrope, gladne za svežim inostranim kapitalom, bile su prinuđene da udovolje zahtevima stra-

nih investitora u pogledu relevantnosti i načina sastavljanja finansijskih izveštaja domaćih preduzeća. Radi obezbeđenja neometanog protoka kapitala, bržeg investiranja u posrnulu privredu, zakonodavci u istočnoevropskim zemljama su pristupili izradi odgovarajućeg regulatornog okvira, u cilju privlačenja stranog kapitala. Zakonska rešenja su promenjena, a uređenje oblasti finansijskog izveštavanja je prepušteno nacionalnim strukovnim organizacijama. Vlade tranzicionih istočnoevropskih zemalja, u cilju privlačenja stranih investicija, su prinuđene da harmonizuju finansijske izveštaje, te tako obezbede realne, jasne i pouzdane informacije sadržane u finansijskim izveštajima, ne bi li ostvarili pozitivne makroekonomske efekte, koji se ogledaju u rastu proizvodnje, zaposlenosti, konkurentnosti privrede, transferu tehnologije i znanja, ekonomskom rastu i razvoju društva.

Da bi obezbedile priliv stranog kapitala zemlje u tranziciji su morale da stvore odgovarajuću privrednu klimu za multinacionalne kompanije. Zemlje su morale da reše probleme u sudstvu, da jačaju sigurnost i efikasnost pravne zaštite imovine i ugovora, da se odlučnije bore protiv korupcije i zloupotrebe službenog položaja, da povećaju brzinu, pojednostave i smanje troškove administrativnih postupaka, da razvijaju domaće tržište kapitala i između ostalog da obezbede adekvatan okvir finansijskog izveštavanja koji treba da pruži korisnicima finansijskih izveštaja osnovu za donošenje poslovnih odluka. Istočnoevropske zemlje u tranziciji su bile prinuđene da brzo i efikasno liberalizuju tržište u cilju privlačenja inostranog kapitala ukoliko su želele da pospeše sopstveni rast i razvoj, kao i da povećaju konkurentnost sopstvene ekonomije.

Tržišna ekonomija u bivšim socijalističkim zemljama uzimala je maha. Međutim, u većini zemalja javlja se paradoksalna situacija i dok „u okviru bivših socijalističkih zemalja dolazi do podsticanja razvoja tržišne ekonomije, uvođenje računovodstva u tržišne ekonomije u razvoju ostao je samo pokušaj“.<sup>1</sup> Ipak, jačanje bankarskog sektora, finansijskih institucija i profesionalnih organizacija zahtevali su mnogo efikasniji okvir za finansijsko izveštavanje.

### 1. HARMONIZACIJA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA U ZEMLJAMA ISTOČNE EVROPE

Postsocijalističke zemlje Istočne Evrope su u poslednjih dvadeset godina pretrpele značajne reforme političkog i ekonomskog sistema. Prelazak na tržišno uređenu ekonomiju značilo je mnogobrojne promene, ne samo u svesti građanstva, već i u svakodnevnom poslovanju privrednih subjekata koji su bili u državnom ili društvenom vlasništvu. Pojačana konkurencija na domaćem tržištu od strane domaćih i inostranih preduzeća značila je propast za skorašnje lokalne gigante. Slaba nacionalna konkurencija, jeftina radna snaga i jeftine sirovine predstavljale su mamac za brojne multinacionalne kompanije željne širenja poslovnih aktivnosti i povećanja dobiti.

S druge strane, zemlje Istočne Evrope, koje se mogu smatrati nerazvijenim u odnosu na kapitalističke zemlje, imale su dva koncepta za svoj ubrzani razvoj pri čemu „po jednom konceptu ubrzanoj razvoju nerazvijenih zemalja ostvariće se maksimalnim korišćenjem raspoloživih proizvodnih potencijala date zemlje: radne snage, prirodnog bogatstva i tehnike koja odgovora društveno-ekonomskom razvoju. Po drugom konceptu, nerazvijene zemlje moraju primenjivati najsavremeniju tehnologiju u svom razvoju, kako bi dostigle razvoj visokorazvijenih zemalja“.<sup>2</sup> Bez obzira na

---

<sup>1</sup> Bailey, D. (1995) *Accounting in transition in the transitional economy*, The European accounting review, Volume 4, Number 4, European accounting association, nđđ. 603.

<sup>2</sup> Ilić, B. (2005) *Uticaј „nove ekonomije“ na razvoj zemalja u tranziciji*, Računovodstvo br. 1-2, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 10.

koji se koncept razvoja odlučila određena istočnoevropska zemlja u tranziciji, sam razvoj zemlje umnogome je zavisio od priliva stranog kapitala u vidu direktnih i portfolio investicija.

Kako je dugoročni cilj većine zemalja Istočne Evrope bio članstvo u EU to je značilo da moraju da harmonizuju nacionalna zakonodavstva sa pravnim tekovinama EU. Brojne odluke evropskog zakonodavca su tangirale proces razvoja tržišta kapitala i proces harmonizacije finansijskog izveštavanja istočnoevropskih zemalja u tranziciji. Možda i najznačajnija odluka evropskog zakonodavca za finansijsko izveštavanje istočnoevropskih zemalja u tranziciji je donošenje uredbe o MRS u cilju pospešivanja harmonizacije finansijskog izveštavanja i razvoja evropskog tržišta kapitala. Ova inicijativa je imala uticaja na četiri različite oblasti: (1) potreba kompanija da izmene interni računovodstveni sistem do kraja 2003; (2) potreba da se kreira mehanizam u EU za implementaciju MSFI u zakonodavstvo EU; (3) revizija postojećih računovodstvenih pravila za kompanije čije su akcije listirane na berzi na nacionalnom nivou i na nivou EU; (4) potreba za postojanjem pregleda usaglašenosti kontrolnih procedura u EU<sup>3</sup>. Evropska komisija je donela uredbu o MRS upravo u cilju obaveznosti primene MRS i MSFI. Za razliku od postojećih članica EU koje su već bile u do-

broj meri spremne da harmonizuju nacionalne računovodstvene propise sa MRS i MSFI, istočnoevropske zemlje u tranziciji, iščekujući prijem u EU, morale su da budu mnogo brže u procesu prihvatanja računovodstvenih standarda i međunarodne profesionalne regulative. Prihvatanje standarda, koji obebeđuju efikasan okvir finansijskog izveštavanja, svakako je umnogome bio problematičan proces za ekonomije u kojima finansijski izveštaji nisu bili doskora namenjeni investitorima i kreditorima, pa čak i u zemljama sa dugogodišnjom računovodstvenom tradicijom, u kojima je renome računovodstvene profesije bio na zavidnom nivou. Država je i dalje imala uticaj na celokupni regulatorni sistem. Rejting profesije nije bio zadovoljavajući u početnim tranzicionim godinama većine postsocijalističkih istočnoevropskih zemalja. Kod privrednih subjekata se javljao otpor prema novoj regulativi koja je promovisala transparentno finansijsko izveštavanje.

I pored brojnih problema koje je sa sobom nosio proces prinudnog prihvatanja međunarodne profesionalne regulative, harmonizacija finansijskog izveštavanja je imala veliki doprinos privrednom razvoju zemalja u tranziciji.

Neke zemlje u tranziciji su u međuvremenu razvijale nacionalne računovodstvene standarde, koji su bili predmet usaglašavanja sa međunarodnom profesionalnom regulativom. Mnogo je češći slučaj da su nacionalni zakonodavci praktično prihvatili međunarodne računovodstvene i standarde revizije, kao i preostalu profesionalnu regu-

---

<sup>3</sup> Walton, P. (2003) *European harmonization, International Finance and Accounting Handbook – third edition*, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, poglavlje 17, str. 8.

lativu kao domaću. Ovo je svakako bilo i očekivano imajući u vidu da najveći deo postsocijalističkih istočnoevropskih zemalja nije imao adekvatnu računovodstvenu tradiciju i tradiciju revizije finansijskih izveštaja. Nacionalni propisi nisu mogli da obezbede kvalitet finansijskog izveštavanja na nivou koji to obezbeđuju međunarodni standardi. Stoga je za nacionalne zakonodavce bilo daleko jednostavnije da prihvate dokazana rešenja međunarodnih strukovnih organizacija, što se pokazalo i kao značajno jeftinije za državu. U mnogim zemljama postojali su problemi poput obuke stručnih lica za izradu finansijskih izveštaja u skladu sa standardima, ali i sa problemom primene standarda među privrednim entitetima. Rešenja ovih problema su bila u rukama domaćih profesionalnih organizacija, više no države. Primena međunarodne profesionalne regulative umnogome je zavisila od obuke računovodstvenih i revizorskih eksperata, ali i od njihove nezavisnosti u procesu sastavljanja finansijskih izveštaja i revizije istih.

### **2. ZNAČAJ HARMONIZACIJE FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA ZA NACIONALNE EKONOMIJE ZEMALJA ISTOČNE EVROPE**

Finansijski izveštaji u zemljama Istočne Evrope nisu bili namenjeni kreditorima i investitorima, već državi i poreskim organima. Finansijske izveštaje karakterisala je stroga propisana forma. Zbog toga bilo koji eksterni korisnik finansijskog izveštaja nekog pravnog entiteta, pa ni interni korisnik,

nije bio u mogućnosti da u potpunosti razume poslovanje privrednog entiteta u cilju procenjivanja njegovog tržišnog položaja i njegove zarađivačke sposobnosti. Za period pre početka procesa tranzicije istočnoevropskih zemalja, ali i periodu početka tržišne ekonomije finansijske izveštaje karakteriše propisana forma pri čemu „strogo propisana forma računovodstvenih izveštaja ne omogućuje da podaci o finansijskom položaju pravnih lica u svakom pojedinačnom slučaju adekvatno izraze sve rizike u poslovanju, pogotovo što je obim nefinansijskih informacija koje se prikazuju u ovim izveštajima zanemarljiv“.<sup>4</sup> Ovako prezentovane informacije o poslovanju entiteta svakako nisu bile adekvatne za investitore, pa samim tim su činile istočnoevropske zemlje u tranziciji neatraktivnim za privlačenje stranog kapitala koji je pomenutim zemljama bio neophodan u procesu uspostavljanja tržišne ekonomije i podsticanja ekonomskog rasta i razvoja.

Razvoj kvalitetnog okvira za finansijsko izveštavanje sa relevantnim i uporedivim informacijama umnogome doprinosi alokaciji resursa ka proizvodnim granama koje su profitabilnije, omogućuje pravilniju raspodelu ekonomski moći, doprinosi da investitori, kreditori i menadžment budu upoznati sa rizikom ulaganja i poslovanja. Na

---

<sup>4</sup> Beke-Trivunac, J. (1999) *Modernizacija i ažuriranje naših zakona o preduzećima, računovodstvu i reviziji – argumenti „Za“ i „Protiv“*, XXX simpozijum „Računovodstvo i poslovne finansije u uslovima globalizacije svetske privrede“ Zlatibor, SRRS, Beograd, str. 44.

kraju, razvoj kvalitetnog okvira finansijskog izražavanja doprinosi fer tržišnoj utakmici koja ide u prilog razvoju tržišne ekonomije.

Harmonizacija finansijskog izveštavanja nadalje umnogome utiče na priliv stranih investicija. U tranzicioim zemljama nacionalno bogatstvo nije bilo na nivou da obezbedi višak finansijskih sredstava u vidu štednje koje bi se plasirale u dugoročne investicije. Priliv kapitala iz inostanih izvora je značajan za pokretanje proizvodnje što nadalje vodi porastu nacionalnog bogatstva. Kako su investitori zainteresovani za tržišta na kojima mogu uspešno proceniti rizik ulaganja, gde mogu projektovati i ostvariti zadovoljavajući prinos na uložena sredstva, upravo uporedivi finansijski izveštaji koje prati mišljenje nezavisnog revizora predstavljaju neophodan izvor informacija za investitore. Zaključak je da „poštovanje i dosledna primena međunarodno priznatih računovodstvenih i standarda revizije, kroz smanjenje troškova koji nastaju usled preračunavanja informacija iz finansijsko-računovodstvenih izveštaja različitih zemalja, može pomoći smanjenju cene kapitala, time što će učiniti informacije o imovinskom, prinosnom i finansijskom položaju poslovnog subjekta pristupačnijim za potencijalne ulagače i kreditore (Svetska banka, Međunarodni monetarni fond i druge međunarodne finansijske organizacije), ali i za ostale korisnike finansijskih izveštaja“.<sup>5</sup>

Osim pomenutog primena međunarodne profesionalne regulative i harmonizacija finansijskog izveštavanja istočnoevropskih zemalja u tranziciji treba da dovede do:

- razvoja računovodstvene i revizorske profesije i povećanje rejtinga pomenutih profesija na nacionalnom nivou,
- razvoja veštine za pripremu i prezentaciju finansijskih izveštaja u skladu sa međunarodnom profesionalnom regulativom,
- unapređenja kulture finansijskog izveštavanja na nacionalnom nivou,
- uvažavanja doprinosa računovodstvene profesije alternativnom poslovnom odlučivanju, kao i uključivanju računovođa u menadžerske strukture preduzeća,
- realnog prikazivanja kapitala preduzeća na nacionalnom nivou,
- potpunog, blagovremenog i tačnog obelodanjivanja finansijskog rezultata i drugih podataka iz finansijskih izveštaja,
- efikasnog funkcionisanja finansijskih tržišta,
- razvoj korporativnog upravljanja.

Poseban doprinos iskazanoj moći finansijskih izveštaja doprinosi obaveza sastavljanja napomena uz finansijske izveštaje. Osim što privredni entiteti u napomenama treba da obelodane osnovne informacije o entitetu i primenjenim računovodstvenim politikama, svakako podsticanje privrednih subjekata da pri-

---

<sup>5</sup> Đorđević, S. (2003) *Primena međunarodne profesionalne regulative*, XXXIV simpozijum „Računovodstvo i menadžment u novom poslovnom okruženju“, Zlatibor, SRRS, Beograd, str. 76.



kažu druge informacije koje mogu biti od značaja za donošenje poslovnih odluka je neophodno. Nefinansijske informacije mogu biti od presudnog značaja za potencijalne investitore. Od velike važnosti su informacije koje se odnose na činjenice da li je entitet dao jamstvo po kreditu drugom entitetu pri čemu je bitan iznos i ročnost kredita, zatim da li je neka nepokretnost opterećena hipotekom, ili na primer informacije koje se odnose na primenu ekoloških standarda u procesu proizvodnje nafte i naftnih derivata i tome slično. Takođe, od revizora se traži nezavisnost i kompetentnost u izražavanju mišljenja koje treba da pruži razumno uverenje u verodostojnost informacija koje je entitet prezentovao u finansijskim izveštajima.

### **3. PROBLEMI UVOĐENJA MEĐUNARODNE PROFESIONALNE REGULATIVE U ZEMLJAMA ISTOČNE EVROPE**

Uvođenje MRS i MSFI sa sobom je nosilo mnogobrojne probleme. Države su mogle da prihvate nekoliko strategija na koji način će regulisati oblast finansijskog izveštavanja na nacionalnom nivou, i to:

- upotreba nacionalnih računovodstvenih standarda bez obzira da li su oni harmonizovani ili ne za MRS i MSFI;
- dosledna primena MRS i MSFI; i
- primena US GAAP i UK GAAP

Da bi rešila problem u procesu harmonizacije finansijskog izveštavanja EU je pribegla procesu tzv. prinudne upotrebe standarda (enforcement mo-

del). Na taj način EU je isključila mogućnost da nacionalni zakonodavci remete proces harmonizacije finansijskog izveštavanja na tlu EU. Za posmatranje problema pri uvođenju međunarodne profesionalne regulative u istočnoevropskim zemljama u tranziciji neophodno je sistematizovati faktore koji su uticali na probleme u procesu harmonizacije finansijskih izveštaja na globalnom nivou, i to:

1. postojeća računovodstvena praksa i tradicija;
2. priroda tržišta kapitala;
3. poreska politika države; i
4. razvijenost računovodstvene profesije i institucija.

1) Postojeća računovodstvena praksa i tradicija umnogome imaju značaj na proces implementacije MRS i MSFI. Računovodstvena regulativa, ukoliko je uticaj države veliki u oblasti finansijskog izveštavanja uglavnom je usmerena ka izradi finansijskih izveštaja po strogim i uniformnim propisima, gde je mali uticaj računovodstvenih institucija na formulisanje i implementaciju računovodstvene regulative. Uticaj države na proces finansijskog izveštavanja je karakterističan za bivše socijalističke države. Primena standarda u ovom slučaju umnogome zavisi od zakonodavca, što se ogleda u činjenici da od njegovog uverenja zavisi primena standarda, kao i način edukacije i sertifikacije ovlašćenih lica za izradu finansijskih izveštaja.

Nacionalna računovodstvena tradicija ima uticaj na proces implementacije standarda i u domenu na koji način se prezentuju informacije u finansijskim

izveštajima, u zavisnosti kojim korisnicima finansijskih izveštaja se pridaje više značaja. Računovodstvena tradicija Nemačke i Japana pridaje veću pažnju principu opreznosti uvažavajući interese kreditora i pridajući značaju tajnosti finansijskih izveštaja, dok računovodstvena tradicija SAD i Velike Britanije vodi računa o interesima akcionara i uvažava se transparentnost finansijskih izveštaja. Nacionalna tradicija zemalja u tranziciji okrenuta je ka zadovoljenju informacionih potreba države. U pojedinim zemljama kreditori su imali značajnu ulogu u procesu finansiranja privrede i u tom slučaju zemljama u tranziciji je bliži nemački model.

2) Priroda tržišta kapitala ima uticaj na oblikovanje i primenu računovodstvenih standarda. Razvoj tržišta kapitala uslovio je da sve veći broj investitora (akcionara) bude zainteresovan da svoj novac plasira u određena preduzeća. Prema tome njihovi interesi leže u činjenici da od finansijskih izveštaja dobiju jasnu sliku o finansijskoj poziciji i performansama preduzeća. Razvoj tržišta kapitala i sve veći uticaj povezanih pravnih lica uticao je na sve veću potrebu za konsolidovanim bilansima. Pojava investitora na berzama u zemljama u tranziciji uticala je da država uveće obavezu primene MRS i MSFI. Početak primene standarda u skladu sa zahtevima investitora umnogome je predstavljao problem na samom početku primene standarda za pripremu i prezentaciju finansijskih izveštaja. Neophodno je bilo odreći se starih navika i regulative i početi primenjivati novu. S druge strane, kada su kreditori naj-

značajniji učesnici tržišta kapitala, finansijski izveštaji treba da prikazuju informacije koje omogućavaju ocenu kreditnog potencijala i boniteta preduzeća. Iako naizgled slični, zahtevi investitora i kreditora imaju uticaj na formulisanje standarda, ali još veći uticaj na njihovu primenu.

3) Poreska politika države takođe ima značajan uticaj na primenu standarda. Naime, finansijski izveštaji predstavljaju osnovu za sastavljanje poreskih bilansa. Iz tog razloga uske su veze između finansijskog i poreskog bilansa. Ali uticaj na primenu standarda prilikom sastavljanja poreskih bilansa u ovom slučaju zavisi od regulative države.

4) Razvijenost računovodstvene profesije i institucija umnogome utiče na samo formulisanje standarda, međutim (ne)razvijenost profesije i institucija stvara brojne probleme u primeni standarda. Profesionalna osposobljenost nije dovoljna da bi garantovala ispunjenje misije računovođa – zaštitu javnog interesa. Od računovođa se očekuje da pri obavljanju poslova koji su im povereni ispolje čestitost, objektivnost, poverljivost i profesionalno ponašanje.<sup>6</sup> Dakle, za implementaciju standarda i sastavljanje finansijskih izveštaja kontinuirana obuka računovođa i njihovo ponašanje u skladu sa Etičkim kodeksom imaju veliki značaj. Nasu-

---

<sup>6</sup> Škarić-Jovanović, K., Dendić, D. (2005) „Finansijsko izveštavanje – dostignuća i iskušenja“, XXXVI simpozijum „Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja – stanje i perspektive“ Zlatibor, SRRS, Beograd, str. 30.

prot tome, nerazvijenost profesije i slaba pozicija profesionalnih organizacija imaju uticaj na sporu primenu standarda prilikom sastavljanja finansijskih izveštaja, što i utiče na kvalitet informacija sadržanih u izveštajima.

Svakako slab rejting profesije, nerazvijenost tržišta kapitala i jak uticaj države na proces finansijskog izveštavanja predstavljaju osnovne uzročnike problema u procesu uvođenja međunarodne profesionalne regulative u zemljama Istočne Evrope. I pored navedenih problema u praksi istočnoevropskih zemalja u tranziciji javljali su se i drugi problemi koji su uticali na proces uvođenja profesionalne regulative. Jedan od njih je svakako prevod regulative na nacionalne jezike. Posebno karakteristično za zemlje bivšeg SSSR-a, ali i za zemlje bivše socijalističke Jugoslavije. Paradoksalna situacija se javila na teritoriji Bosne i Hercegovine pri prevođenju prve grupe računovodstvenih standarda, te odluke koji jezik treba upotrebiti, od tri zvanična jezika koja su bila veoma slična, a pri tome su bila u upotrebi dva pisma, ćirilčno i latinično.<sup>7</sup> Problem prevođenja standarda i stručne terminologije predstavljao je često osnov za smanjivanje intenziteta prevođenja standarda na nacionalne jezike, te na usporavanje procesa primene međunarodne profesionalne regulative na nacionalnom nivou.

---

<sup>7</sup> McGee, R. (2006) *Adopting and implimenting International Financial Reporting Standards in Transition Economies*, International Accounting – Standards, Regulations and Financial Reporting, Elsevier, USA, str. 208.

Neadekvatnost studijskih programa tranzicionih zemalja predstavlja takođe problem koji je u početku umnogome uticao na proces primene profesionalne regulative. Često su se studenti i nakon procesa prihvatanja profesionalne regulative na studijskim programima susretali sa literaturom i stručnim predmetima koji nisu propagirali ili nisu obrađivali primenu međunarodne profesionalne regulative. Stoga je studentima trebala dodatna edukacija u vezi s primenom međunarodne profesionalne regulative. Uloga profesije u rešavanju ovog problema bila je možda i od najvećeg značaja.

Zakonska rešenja finansijskog izveštavanja istočnoevropskih zemalja svakako su uticala na proces uvođenja profesionalne regulative. I dok su zemlje s dugom računovodstvenom tradicijom ciljeve finansijskog izveštavanja određivale Zakonom o preduzećima (Company Act) ili sličnim, a pitanje sastavljanja finansijskih izveštavanja prepuštale standardima, istočnoevropske zemlje su problematiku finansijskog izveštavanja prevashodno rešavale donošenjem Zakona o računovodstvu i Zakona o reviziji.

#### **4. HARMONIZACIJA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA U ČEŠKOJ REPUBLICI**

Razvoj finansijskog izveštavanja u Češkoj Republici je od kraja Drugog svetskog rata do početka 90-ih godina 20. veka bio pod velikim uticajem sovjetskog modela finansijskog izveštavanja. Finansijskom izveštavanju u

privrednom okruženju kakvo je diktirala netržišna ekonomija nije pridavan veliki značaj. Individualne računovođe (bolje reći knjigovođe) kreirale su finansijske izveštaje u skladu sa jasno definisanim uniformnim pravilima. Uticaj države na finansijsko izveštavanje bio je veliki, a profesija u pomenutom periodu praktično nije bila organizovana u profesionalne organizacije, a ako je postojao uticaj organizacija na zakonodavca, isti je bio zanemarljiv. Nakon 1965. godine Čehoslovačku zahvata liberalniji pravac u finansijskom izveštavanju karakteristično za zajednicu ove dve države. Period liberalizacije finansijskog izveštavanja prati i osnivanje profesionalnih organizacija koje doprinose kreiranju mišljenja o značaju finansijskog izveštavanja. Okretanjem Čehoslovačke kapitalističkom zapadu 1989. godine značio je i početak razvoja tržišne ekonomije na prostorima ove zemlje. Dominantno učešće privatnog kapitala i zainteresovanost stranih investitora za ulaganje u češku privredu značilo je i da okvir finansijskog izveštavanja mora biti promenjen.

Češki zakonodavac se našao pred problemom na koji način organizovati kvalitetan okvir finansijskog izveštavanja u državi gde sam zakonodavac nije imao iskustva u oblasti kreiranja zakonskih rešenja okrenutih ka stvaranju transparentnog i efikasnog okvira za pripremu i prezentaciju finansijskih izveštaja pravnih entiteta. S druge strane, profesija nije imala dovoljno znanja, iskustva, ali ni uticaja da može u većoj meri da utiče na rešavanje novonastalog

problema. U EU ka čijem članstvu je težila ova država direktive su bile u začetku primene od strane postojećih članica u periodu kada se Čehoslovačka uhvatila u koštac s problemima tranzicije. MRS u tom periodu svakako nisu mogli zadovoljiti kriterijume za pripremu i prezentaciju kvalitetnih finansijskih izveštaja namenjenih investitorima. Zato i ne čudi što je za češkog zakonodavca „na početku procesa pripremanja novog računovodstvenog sistema fundamentalno pitanje bilo koju od osnovnih računovodstvenih filozofija treba usvojiti:

- anglosaksonski računovodstveni sistem zasnovan na principu „fair and true view“,
- nemački računovodstveni sistem baziran na ispunjenju pre svega zakonskih zahteva respektujući poreske zakone (naročito zakone koji se odnose na oporezivanje prihoda) ili
- francuski računovodstveni sistem koji je predstavljao kompromis anglosaksonskog i nemačkog sistema

Akademsko javnost je više pridavala značaja anglosaksonskom modelu. Ipak u praksi nakon perioda sovjetskog uticaja na računovodstveni sistem ove zemlje, značajan uticaj je imao i nemački sistem. „Generalno posmatrano češki računovodstveni sistem baziran je na iskustvu Francuske“.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Schroll, R. (1995) *The new accountnig system in Chech Republic*, The European accountig review, Volume 4, Number 4, European accounting association, str. 831-832.

Češka Republika je imala kratak period tranzicije koji je trajao od 1990. godine do 1992. godine. Novi računovodstveni sistem počeo je sa primenom 1993. godine prethodnim usvajanjem novih zakona. Okvir za pripremu i prezentaciju finansijskog izveštavanja bio je baziran na četiri nova zakona, i to:

- Zakon o preduzećima koji se odnosi na poslovanje preduzeća sa specifičnim osvrtnom na računovodstvo;
- Zakon o računovodstvu;
- Novi Kontni okvir; i
- Zakon o reviziji.<sup>9</sup>

Zakon o računovodstvu je bio pod velikim uticajem direktiva EU, pre svega Četvrte direktive, a Zakon o reviziji je bio pod velikim uticajem Osmе direktive. Ubrzo nakon donošenja seta zakona o finansijskom izveštavanju zakonodavac je uvideo da problem donošenja i primene računovodstvenih standarda treba prepustiti profesionalnim organizacijama. Svakako najznačajnije su one organizacije koje su članice IFAC-a. Na tlu Češke Republike danas postoje dve profesionalne organizacije koje su priznate na međunarodnom nivou, i to: Komora revizora Češke Republike - Komora auditorů České republiky i Savez računovođa Češke Republike - Svaz účetních.

Obe pomenute organizacije imale su veliki uticaj na razvoj računovodstva i revizije u Češkoj Republici. Iako Savez

računovođa ima preteče i praktično je nastao krajem šezdesetih godina prošlog veka, komora revizora je osnovana 2000. godine. Osnovni zadatak ovih organizacija okrenut je ka primeni međunarodne profesionalne regulative u Češkoj Republici. Obe organizacije imaju programe sertifikacije, zatim vrše kontinuiranu edukaciju, aktivno učestvuju u podizanju rejtinga profesije i slično.

Zakon o računovodstvu<sup>10</sup> u Češkoj Republici, koji je usvojen 1991. godine u narednom periodu pretrpeo je brojne izmene u vidu amandmana. Do 2009. godine vršeno je više od 15 izmena izvornog teksta zakona, u cilju poboljšanja zakonskih rešenja i harmonizacije finansijskog izveštavanja sa zahtevima direktiva i uredbi EU, kao i zahtevima međunarodnih profesionalnih organizacija. Zakon o računovodstvu uvodi obavezu pripreme i prezentacije finansijskih izveštaja za pojedinačne pravne entitete, kao i obavezu konsolidovanja finansijskih izveštaja za povezane pravne entitete. Obaveza pripreme i prezentacije pojedinačnih bilansa predviđena je u skladu sa zahtevima Četvrte direktive. Obaveza sastavljanja i objavljivanja konsolidovanih bilansa predviđena je u skladu sa zahtevima Sedme direktive. Takođe, uvodi se i obaveza i revizije pojedinačnih i konsolidovanih finansijskih računa, obavezna primena MRS i MSFI.

---

<sup>9</sup> Seal, W., Sucher, P. and Zelenka, I. (1995) *The changing organization in Czech accounting*, The European accountig review, Volume 4, Number 4, European accounting association, řňđ. 669.

<sup>10</sup> Zákon o účetnictví, <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/ucto/>

Zakon o reviziji je prvi put donet 1992. godine pod jakim uticajem Osme direktive, iskustva zemalja s dugom tradicijom revizije, kao što je Velika Britanija, i pod uticajem domaćih eksperata. Najnoviji Zakon o reviziji<sup>11</sup> uvodi i upotrebu standarda revizije, reguliše etička pitanja i pitanja obrazovanja budućih revizora. Komora revizora je zadužena za proces edukacije članova, zatim za kontrolisanje rada revizorskih firmi i procesa obavljanja revizije i svakako najbitnije za primenu međunarodnih standarda revizije – MSR.

Češka Republika je dostigla potpuni stepen harmonizacije finansijskog izveštavanja sa zahtevima međunarodne profesionalne regulative, prihvatila je MRS, MSFI i MSR kao nacionalne standarde i tako umanjila troškove, ali i uštedela vreme za kreiranje sopstvenih standarda revizije.

### **5. HARMONIZACIJA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA U SLOVAČKOJ**

Slovačka je u periodu nakon Drugog svetskog rata bila u zajednici sa Češkom Republikom. Sam politički, ekonomski i pravni život ove države bio je pod velikim uticajem Češke Republike. Proces tranzicije ka tržišnoj ekonomiji obe države su zajedno započele.

Slovačka stiče nezavisnost 1.1.1993. godine i od tada počinje sa ustaljenjem svog regulatornog okvira, a od 2004.

godine punopravni je član EU. Privrednom bumu Slovačka treba da zahvali upravo brojnim inostranim investitorima koji su prepoznali šanse za ulaganje u privredu Slovačke.

Razvoj finansijskog izveštavanja u Slovačkoj bio je pod uticajem zajedničke države Čehoslovačke. U periodu posle Drugog svetskog rata sovjetski model je bio zastupljen u oblasti računovodstva. Početkom 90-ih godina Slovačka je primenjivala zakone zajedničke države, a tek sticanjem nezavisnosti donela je sopstveni Zakon o računovodstvu. Donošenje modernih zakona o računovodstvu i reviziji u skladu sa direktivama EU i međunarodnom profesionalnom regulativom bila je neminovnost, imajući u vidu ubranu privatizaciju društvenog sektora.

Proces donošenja odgovarajuće zakonodavne regulative slovačkom zakonodavcu su pomogle veoma respektibilne profesionalne organizacije, i to pre svega: Komora ovlašćenih računovođa Slovačke (Slovenská komora certifikovaných účtovníkov), Komora poreskih savetnika Slovačke (Slovenská komora daňových poradcov) i Komora revizora Slovačke (Slovenská komora audítorov).

Komora ovlašćenih računovođa Slovačke iako nije član IFAC-a zadužena je za proces obuke i sertifikacije ovlašćenih računovođa u skladu sa zahtevima međunarodne profesionalne regulative. Takođe Komora ovlašćenih računovođa je kreirala i etički kodeks koji je u saglasnosti sa zahtevima IFAC-ovog etičkog kodeksa. Komora sarađuje sa drugim profesionalnim organizacijama u Slovačkoj, i to ekonom-

---

<sup>11</sup> Zákon o auditorech, <http://www.kacr.cz/Article.asp?nDepartmentID=77&nArticleID=172&nLanguageID=1>



skim institutima, ministarstvom finansija, univerzitetima i drugim organizacijama u cilju unapređenja računovodstvene profesije i primene međunarodno priznate računovodstvene regulative u Slovačkoj.

Komora revizora Slovačke je punopravni član IFAC-a. S obzirom da Komora ovlašćenih računovođa vrši edukaciju računovodstvenih eksperata u skladu sa zahtevima međunarodne regulative, Komora revizora je prevasledno okrenuta sertifikaciji eksperata za reviziju i primeni MSR.

Zakon o računovodstvu iz 2002. godine (Zakon 431/2002) umnogome je harmonizovao finansijsko izveštavanje sa zahtevima EU, kao i sa MRS i MSFI. Tokom narednih godina Zakon o računovodstvu je trpeo česte promene u cilju harmonizacije nacionalne računovodstvene regulative sa zahtevima direktiva i MRS i MSFI. Zakon o računovodstvu,<sup>12</sup> koji je stupio na snagu 1.1.2010. godine, predstavlja osmu dopunu izvornog teksta zakona iz 2002. godine. Novi zakon promovise usaglašenost sa direktivama i ostalim aktima EU. Pomenuti zakon zahteva i obaveznu reviziju finansijskih izveštaja složenih entiteta, a propisuje i reviziju određenih pojedinačnih entiteta. U cilju uporedivosti finansijskih izveštaja slovački zakonodavac je zakonski regulisao obavezu

prevođenja finansijskih izveštaja iz nacionalne valute (slovačke krune) u valutu EU (evro). Takođe, zakon iz 2010. godine promovise i potpunu harmonizaciju slovačkih propisa iz oblasti finansijskog izveštavanja sa međunarodnom profesionalnom regulativom. Ako uzmemo u obzir da Komora ovlašćenih računovođa Slovačke vrši edukaciju računovođa u skladu sa zahtevima međunarodnih standarda obrazovanja i da pri tome promovise etičke norme u skladu sa Etičkim kodeksom IFAC-a možemo konstatovati da je slovački zakonodavac u potpunosti harmonizovao proces pripreme i prezentacije finansijskih izveštaja u skladu sa međunarodnom regulativom.

Sa primenom MSR situacija je slična. Od 1.1.2008. godine na snagu je stupio Zakon o revizorima, reviziji i revizorskom nadzoru (Zakon 540/2007). Pomenuti zakon osim što uvodi novine u oblast revizije i revizorskog nadzora<sup>13</sup> predstavlja i dopunu Zakona o računovodstvu iz 2002. godine. Zakon o reviziji osim što reguliše oblast obrazovanja i sertifikacije revizora, kao i oblast nadzora nad revizorskim firmama promovise i primenu MSR u procesu obavljanja revizije finansijskih izveštaja pojedinačnih i složenih pravnih entiteta. Takođe, u studiji IAASB-a<sup>14</sup> u vezi sa primenom MSR iz februara 2010. godine naznačeno je da je Slo-

---

<sup>12</sup> Zákon o účtovníctve, <http://www.dumaconsult.sk/1-1-10-zakon-o-uctovnictve-zaverecne-ustanovenia>.

<sup>13</sup> Zákon o audítoroch, audite a dohlade nad výkonom auditu, <http://www.ulclegal.com/sk/bulletin-pro-bono/801-novy-zakon-o-auditoroch-audite-a-dohlade-nad-vykonom-audit>.

<sup>14</sup> *International Auditing and Assurance Standards Board – IAASB.*



vačka odgovarajućim zakonom propisala obavezu primene MSR. Ovaj zakon promoviše upotrebu međunarodnih standarda obrazovanja i Etičkog kodeksa. U cilju zaštite javnog interesa zakon zahteva redovnu kontrolu rada revizorskih firmi i to od strane Komore revizora ili od inspektora imenovanog od strane komore.

Slovačka je vrlo efikasno rešila problem harmonizacije finansijskog izveštavanja sa međunarodnom profesionalnom regulativom. Kako Slovačka nije imala značajnu tradiciju revizije finansijskih izveštaja, uvođenje zakonske obaveze primene MSR bilo je logično, brzo i efikasno rešenje.

### 6. HARMONIZACIJA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA U POLJSKOJ

Razvoj računovodstvenih propisa u Poljskoj imao je sličnu istoriju kao i kod drugih zemalja koje su pripadale istočnom bloku. Iako je u periodu pre Drugog svetskog rata Nemačka imala veoma jak uticaj na zakonodavstvo Poljske, u periodu posle rata to nije bio slučaj. U periodu nakon završetka rata do početka tranzicije poljsko računovodstvo je imalo sledeće karakteristike:

- računovodstvena regulativa je pod uticajem i direktivama države i
- država je primarni korisnik računovodstvenih izveštaja.<sup>15</sup>

Početak tranzicije u Poljskoj je 1990. godina kada dolazi do nagle promene u zakonodavnom sistemu u Poljskoj. Primarni cilj poljskog zakonodavca je privatizacija dotadašnjih državnih preduzeća. Ubrzo nakon privatizacije državnih preduzeća, početkom 90-ih godina prošlog veka, u Poljsku se slilo oko 90 miliona dolara stranih direktnih investicija, što je pospešilo njen ubrzani razvoj i umanjilo probleme tranzicije. U periodu 1995–2002. računovodstveni akti su bazirani na direktivama EU, a od 2002. dopunom Zakona o računovodstvu, u najvećoj meri inkorporirani su zahtevi EU i Međunarodnih računovodstvenih standarda (MRS)<sup>16</sup>. Evidentno je da su proces tranzicije i proces privatizacije umnogome ubrzali razvoj regulative iz oblasti finansijskog izveštavanja. Godina 1990. je godina ekonomske promene i transformacije sa centralno-planske na tržišnu ekonomiju, godina početka masovne privatizacije preduzeća u državnom vlasništvu i godina početka procesa harmonizacije zakonodavstva sa propisima evropskog zakonodavstva. U 1991. godi-

---

<sup>15</sup> Krzywda, D., Bailey, D. and Schroeder, M. (1995) *A theory of European accounting development applied to accounting change in contemporary Poland*, The European accountig review, Volume 4, Number 4, European accounting association, str. 642.

<sup>16</sup> Jaruga, A., Fijałkowska, Ł. and Jaruga-Baranowska, M. (2010) *Review of practical implementation issues relating to International Financial Reporting Standards: Case study of Poland*, United Nations conference on trade and development, International Accounting and Reporting Issues 2008 Review - Report by the secretariat of the United Nations Conference on Trade and Development, United Nations Publication, New York and Geneva, str. 21-22.

ni donet je Zakon o reviziji, obelodanjivanju finansijskih izveštaja, statutarnim revizorima i njihovom organizovanju i dekret ministra finansija o računovodstvenim principima. 1992. osniva se Nacionalna komora revizora koja će izdati poljske računovodstvene standarde.

Godine 1994. donet je Zakon o računovodstvu, koji je zamenio propise o finansijskom izveštavanju iz Zakona o reviziji iz 1991. godine i Zakona o statutarnim revizorima i njihovoj organizaciji. 2000. godine donet je novi Zakon o računovodstvu kojim se zamenjuje Zakon o računovodstvu iz 1994. godine, kao i Zakon o reviziji, kojim se zamenjuje Zakon o reviziji iz 1994. godine. Godine 2005. Evropski parlament i savet usvajaju uredbu u primeni Međunarodnih računovodstvenih standarda (Uredba o MRS – EC 1606//2002). Poljska počinje s primenom Uredbe o MRS.

Težnja za članstvom u EU uticala je da poljski zakonodavac uz pomoć strukovnih organizacija, i to Saveza računovođa Poljske (Stowarzyszenie Księgowych w Polsce) i Nacionalne komore statutarnih revizora (Krajowa Izba Biegłych Rewidentów), ubrzano harmonizuje zakonodavstvo s propisima EU. Kao članice IFAC-a obe organizacije imaju aktivnosti u procesu obrazovanja budućih računovođa i revizora, zatim promovišu etičke norme u skladu sa Etičkim kodeksom i svakako utiču na primenu MRS, MSFI i MSR u praksi, kao i na uzdizanje rejtinga profesije na nacionalnom nivou.

U delu revizije finansijskih izveštaja Poljska je takođe izvršila harmonizaciju sa zahtevima IAASB-a. Prema iz-

veštaju IAASB-a iz 2010. godine poljski zakonodavac prihvata MSR sa određenim modifikacijama istih, ali sve u skladu sa Politikom modifikacije koju izdaje IAASB.

### **7. HARMONIZACIJA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA U BUGARSKOJ**

Harmonizacija finansijskog izveštavanja u Bugarskoj kao i u većini istočnoevropskih tranzicionih zemalja započinje početkom 90-ih godina prošlog veka. Zakonodavstvo Bugarske je do tranzicionog perioda bilo pod velikim uticajem SSSR-a. Proces privatizacije uslovio je neophodnost usvajanja regulatornog okvira koji će privući strane investicije.

Prvi zakon iz oblasti računovodstva Bugarska usvaja 1991. godine. Ubrzo sa zahtevima za poboljšanje računovodstva u zemlji, kao i činjenicom neminovnog razvoja profesije u Bugarskoj, osnivaju se i prve profesionalne organizacije. Te 1991. godine finansijski izveštaji poprimaju novu formu i sadržaj u odnosu na period koji je prethodio donošenju zakona i standarda. S druge strane, informacije koje su obelodanjivane u finansijskim izveštajima su oskudne, a karakteristično je da je država i dalje bila najznačajniji korisnik finansijskih izveštaja. Sa donošenjem novog Zakona o računovodstvu<sup>17</sup> 2001. godine. Ovaj zakon je i dalje u primeni, s tim što su vršene brojne izmene izvor-

---

<sup>17</sup> Закон за сѐетоводството,  
<http://lex.bg/laws/ldoc/2135213569>

nog teksta zakona u cilju harmonizacije nacionalnih propisa Bugarske sa zahtevima direktiva EU, kao i sa zahtevima MRS i MSFI. Cilj Bugarske od započinjanja procesa tranzicije bio je ulazak u punopravno članstvo EU. Stoga je Bugarska uložila dosta napora u kreiranju računovodstvenih propisa, naročito imajući u vidu da nije bila na nivou ekonomskog razvoja drugih evropskih zemalja u tranziciji, a daleko od toga da je imala i računovodstvenu tradiciju bogatu poput pomenutih zemalja. Najznačajnija promena se ogledala u činjenici da je zakon propisivao upotrebu MRS kao osnovu za pripremu i prezentaciju finansijskih izveštaja. Zakon je predvideo i mnogo strožu primenu MRS nego što je to bio slučaj u većini razvijenih zemalja, pri čemu su u skladu sa zakonom „sva preduzeća, podeljena u dve grupe, morala da sprovedu ove promene: prva grupa, manje brojna, ali mnogo značajnija za privredu, morala je da primenjuje IAS od početka 2003. godine, a druga grupa morala je da usvoji promene od početka 2005. godine“<sup>18</sup>. U značajniju grupu su spadale banke, osiguravajuća društva, investicioni i penzijski fondovi. U isto vreme Bugarska je izvršila usklađivanje nacionalnih računovodstvenih standarda (NRS) sa zahtevima MRS i MSFI. S obzirom na nerazvijenost prakse, primena MRS i MSFI je bila usporena.

Bugarski zakonodavac je ubrzo poput mnogih drugih zemalja propisao obavezu primene MRS i MSFI za velika preduzeća u skladu sa Zakonom o računovodstvu. Mala i srednja preduzeća nisu bila u obavezi da primenjuju MRS i MSFI, već su primenjivali NRS. Od 2005. do 2008. godine NRS su poboljšavani u skladu sa zahtevima profesije i interesima finansijskog izveštavanja s tim da se i danas teži primeni ovih standarda za pripremu i prezentaciju finansijskih izveštaja malih i srednjih preduzeća.

Razvoj finansijskog izveštavanja svakako ne bi bio moguć bez učešća profesionalnih organizacija, a najrespektabilnija i ujedno član IFAC-a, je Institut ovlašćenih računovodstvenih eksperata Bugarske - *Институт на дипломираните експерт-счетоводители в Българи*. Primarni zadatak instituta je podizanje rejtinga profesije i aktivno učestvovanje u procesu harmonizacije nacionalnih propisa s međunarodnom profesionalnom regulativom. U tom cilju, osim što propagira primenu MRS, MSFI i MSR, institut ima usvojene programe o kontinuiranoj edukaciji računovodstvenih eksperata, kao i promovisanju etičkih normi u skladu sa Etičkim kodeksom IFAC-a.

### 8. HARMONIZACIJA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA U RUMUNJI

Proces privatizacije državnih preduzeća u Rumuniji započinje 1991. godine. Finansijsko izveštavanje je do tog perioda bilo okrenuto isključivo zado-

---

<sup>18</sup> Milev, S. (2008) *Regulativa u oblasti računovodstva i pristupanje EU – iskustvo Bugarske*, „Uloga i zadaci finansijskog izveštavanja u procesu pridruživanja Evropskoj uniji“ Zlatibor, SRRS, Beograd, str. 145.

voljenju fiskalnih interesa i glavni korisnik finansijskih izveštaja bila je država. Ovakvi finansijski izveštaji blokirali su interese investitora i kreditora što je uticalo i na sporiji proces privatizacije. Unutrašnji faktori u Rumuniji koji su uticali na poboljšavanje procesa finansijskog izveštavanja se mogu svrstati u zahteve za što bolju informacionu osnovu poslovnog odlučivanja, što bolje vrednovanje vlasničkog kapitala i slično. Mnogo značajniji faktori za proces osavremenjavanja procesa finansijskog izveštavanja su spoljni faktori, i to: potreba za privlačenjem stranih investicija, globalizacija nacionalnih ekonomija i tržišta kapitala, integracija finansijskih tržišta, međunarodne investicije, kao i akcije međunarodnog finansiranja i evropska integracija. Evropska unija donela je odluku da počev od 2005. godine, sve kotirane kompanije elaboriraju finansijske izveštaje shodno MRS (IAS).

Zbog navedenih faktora rumunski zakonodavac bio je primoran da osavremeni propise iz oblasti finansijskog izveštavanja. Samim tim donošenje Zakona o računovodstvu<sup>19</sup> 1991. godine predstavljalo je logično rešenje. Izvorni tekst zakona je više puta menjan u cilju harmonizacije finansijskog izveštavanja sa propisima EU i odredbama MRS i MSFI. Nakon donošenja zakona 1991. godine, ovaj zakon je zajedno sa Zakonom

o privrednim društvima iz 1990. godine značajno uticao na reforme u oblasti računovodstva u Rumuniji. Glavni ciljevi reforme računovodstva su: donošenje pravnog okvira za računovodstvo usaglašeno sa direktivama EU i Međunarodnim računovodstvenim standardima; promena i unapređenje računovodstvenih metoda i metodologije (računovodstveni dokumenti, kontni okvir, metodologije za njihovu upotrebu); obrazovanje i personalna obuka za primenu nove regulative, metoda i metodologije u nacionalno zakonodavstvo; promovisanje zvanja javni računovođa (expert contabil) i ovlašćenog računovođe (contabil autorizat) zajedno sa nadležnostima i odgovornostima u profesionalnoj praksi i nezavisnost u skladu sa evropskim i međunarodnim normama čija je primena karakteristična za tržišnu ekonomiju.<sup>20</sup>

Zakonodavno telo za kreiranje Zakona i računovodstvenih normi u Rumuniji je Ministarstvo javnih finansija. Zakonodavac je pokušao primenu MRS već 1997. godine, a kao zvanični početak usvajanja MRS označena je 1999. godina. U narednim godinama rumunski zakonodavac je predvideo atipičan način za primenu MRS, tačnije „donosilac normi je predvideo da preduzeća obuhvaćena programom primene ove odredbe, istovremeno primenjuju Zakon o računovodstvu iz 1991. godine sa

---

<sup>19</sup> Legea contabilitatii, [http://www.de-contabilitate.ro/legislatie/legea\\_nr\\_821991\\_-\\_legea\\_contabilitatii\\_actualizata\\_la\\_14.04.2008\\_1177.html](http://www.de-contabilitate.ro/legislatie/legea_nr_821991_-_legea_contabilitatii_actualizata_la_14.04.2008_1177.html)

<sup>20</sup> Dutia, T. (1995) The restructuring of the system of accountnig in Romania during the period of transition to the market economy, The European accountig review, Volume 4: Number 4, European accounting association, str. 82.

izvršenim izmenama i dopunama tokom 2001. godine, kao i Međunarodne računovodstvene standarde“.<sup>21</sup> Pre ovakve inicijative Ministarstva javnih finansija, ministarstvo je donelo akt „Računovodstvene odredbe usklađene sa četvrtom direktivom i Međunarodnim računovodstvenim standardima“. S obzirom na brojne poteškoće koje su nastajale u paralelnoj primeni u praksi pojedinih odredbi MRS i Zakona o računovodstvu, rumunski zakonodavac se okreće izmenama teksta zakona i propisuje primenu MRS i MSFI. Ovo je bilo i očekivano imajući u vidu da se Rumunija pripremala za članstvo u EU. Stoga primena Uredbe o MRS iz 2002. godine nije davala rumunskom zakonodavcu mnogo izbora.

Najznačajnije profesionalne organizacije na tlu Rumunije, ujedno i članice IFAC-a, koje su doprinele uvođenju MRS, MSFI i MSR su Organizacija računovodstvenih eksperata i ovlašćenih računovođa Rumunije (*Corpul Expertilor Contabili si Contabililor Autorizati din Romania - CECCAR*), i Komora finansijskih revizora Rumunije (*Camera Auditorilor Financiari din Romania*). Aktivnosti ovih organizacija okrenute su ka promovisanju upotrebe međunarodne profesionalne regulative, procesu obrazovanja računovodstvenih i eksperata revizije uključujući i proces

sertifikacije zvanja, kao i promovisanju etičkih normi u skladu sa *IFAC-ovim* Etičkim kodeksom. *CECCAR* je usvojio i „Nacionalni program kontinuiranog profesionalnog usavršavanja“ u cilju zaštite javnog interesa i svakako u cilju povećanja rejtinga profesije.

Na osnovu navedenog zaključak je da je za Rumuniju proces harmonizacije nacionalnih propisa sa međunarodnom profesionalnom regulativom bio dugotrajan i težak. To i ne čudi imajući u vidu njenu računovodstvenu tradiciju, a naročito tradiciju iz oblasti revizije finansijskih izveštaja. Ipak, zaslugom procesa prinudne primene MRS i MSFI od strane evropskog zakonodavca, kao i zaslugom delovanja nacionalnih profesionalnih organizacija Rumunija je u potpunosti harmonizovala nacionalno zakonodavstvo sa međunarodnom profesionalnom regulativom.<sup>22</sup>

### ZAKLJUČAK

Harmonizacija nacionalnih zakonodavstava zemalja Istočne Evrope doprinela je razvoju finansijskih tržišta i predstavlja osnovu za priliv inostranog kapitala, što vodi porastu proizvodnje (društvenog bruto proizvoda), a dalje povećanju zarada i životnog standarda građana uopšte. Uopšteno harmonizacija finansijskog izveštavanja sa međuna-

---

<sup>21</sup> Toma, M. (2002) *Teškoće i izazovi vezani za primenu međunarodnih računovodstvenih standarda u Rumuniji*, XXXIV simpozijum „Računovodstvo i menadžment u novom poslovnem okruženju“ Zlatibor, SRRS, Beograd, str. 24.

<sup>22</sup> Spasić, D. (2003) *Komparativna analiza uloge međunarodnih profesionalnih udruženja u primeni računovodstvene regulative*, XXXIV simpozijum „Računovodstvo i menadžment u novom poslovnem okruženju“ Zlatibor, SRRS, Beograd, str. 96.

rodnom profesionalnom regulativom možda i nije glavni preduslov, ali svakako jeste bitan uslov, za ostvarenje društvenog blagostanja i stvaranje osnove za rast i razvoj nacionalnih privreda zemalja u tranziciji.

Uz manje ili više napora zemlje u tranziciji su uspešno odgovorile na ovaj izazov. Harmonizovale su finansijska izveštavanja i obezbedile mogućnost nacionalnoj privredi da aktivno uzme učešće na finansijskom tržištu.

Učesnici koji su značajni za proces uvođenja profesionalne regulative su država, profesionalne organizacije, akademske institucije, privredni entiteti i korisnici finansijskih izveštaja. Za uspešnu primenu međunarodne profesionalne regulative neophodno je da svi učesnici u tom procesu odgovorno prihvate i obave svoje zadatke.

### LITERATURA

1. Bailey, D. (1995) *Accounting in transition in the transitional economy*, The European accountig review, Volume 4, Number 4, European accounting association.
2. Beke-Trivunac, J. (1999) *Modernizacija i ažuriranje naših zakona o preduzećima, računovodstvu i reviziji – argumenti „Za“ i „Protiv“*, XXX simpozijum „Računovodstvo i poslovne finansijske u uslovima globalizacije svetske privrede“ Zlatibor, SRRS, Beograd.
3. Dutia, T. (1995) *The restructuring of the system of accountnig in Romania during the period of transition to the market economy*, The European accountig review, Volume 4: Number 4, European accounting association.
4. Đorđević, S. (2003) *Primena međunarodne profesionalne regulative*, XXXIV simpozijum „Računovodstvo i menadžment u novom poslovnom okruženju“ Zlatibor, SRRS, Beograd.
5. Ilić, B. (2005) *Uticaj „nove ekonomije“ na razvoj zemalja u tranziciji*, Računovodstvo br. 1-2, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd.
6. Jaruga, A., Fijałkowska, J. and Jaruga-Baranowska, M. (2010) *Review of practical implementation issues relating to International Financial Reporting Standards: Case study of Poland*, United Nations Nations Conference on Trade and Development, United Nations Publication, New York and Geneva.
7. Krzywda, D., Bailey, D. and Schroeder, M. (1995) *A theory of European accounting development applied to accounting change in contemporary Poland*, The European accountig review, Volume 4, Number 4, European accounting association.
8. McGee, R. (2006) *Adopting and implementing International Financial Reporting Standards in Transition Economies*, International Accounting – Standards, Regulations and Financial Reporting, Elsevier, USA.
9. Milev, S. (2008) *Regulativa u oblasti računovodstva i pristupanje EU – iskustvo Bugarske*, „Uloga i zadaci finansijskog izveštavanja u procesu pridruživanja Evropskoj uniji“ Zlatibor, SRRS, Beograd.



10. Schroll, R. (1995) *The new accounting system in Czech Republic*, The European accounting review, Volume 4, Number 4, European accounting association.
11. Seal, W., Sucher, P. and Zelenka, I. (1995) *The changing organization in Czech accounting*, The European accounting review, Volume 4, Number 4, European accounting association.
12. Spasić, D. (2003) *Komparativna analiza uloge međunarodnih profesionalnih udruženja u primeni računovodstvene regulative*, XXXIV simpozijum „Računovodstvo i menadžment u novom poslovnom okruženju“ Zlatibor, SRRS, Beograd.
13. Škarić-Jovanović, K., Dendić, D. (2005) „Finanjsko izveštavanje – dostignuća i iskušenja“, XXXVI simpozijum „Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja – stanje i perspektive“ Zlatibor, SRRS, Beograd.
14. Toma, M. (2002) *Teškoće i izazovi vezani za primenu međunarodnih računovodstvenih standarda u Rumuniji*, XXXIV simpozijum „Računovodstvo i menadžment u novom poslovnom okruženju“ Zlatibor, SRRS, Beograd.
15. Walton, P. (2003) *European harmonization*, International Finance and Accounting Handbook – third edition, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, poglavlje 17.
16. Zákon o auditorech, <http://www.kacr.cz/Article.asp?nDepartmentID=77&nArticleID=172&nLanguageID=1>
17. Zákon o audítoroch, audite a dohlade nad výkonom auditu, <http://www.ulclegal.com/sk/bulletin-pro-bono/801-novy-zakon-o-auditoroch-audite-a-dohlade-nad-vykonom-auditu>.
18. Zákon za sčtovodstvoto, <http://lex.bg/laws/ldoc/2135213569>
19. Zákon o účetnictví, <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/ucto/>
20. Zákon o účtovníctve, <http://www.dumaconsult.sk/1-1-10-zakon-o-uctovnictve-zaverecne-ustanovenia>.



Rad primljen: 04. 12. 2013.

UDK:336.748.12(497.1) ; 338.22(497.1) ; 330.342.151(497.1)

ID BROJ: 203289868

Pregledni rad

## DOPRINOS SRBIJE I EX JUGOSLAVIJE PRAKSI I TEORIJI HIPERINFLACIJE\*

(Povodom dvadesete godišnjice od sloma monetarnog i finansijskog sistema  
u SR Jugoslaviji i Programa monetarne rekonstrukcije D. Avramovića)

### *CONTRIBUTION OF SERBIA AND FORMER YUGOSLAVIA TO THE PRACTICE AND THEORY OF HYPERINFLATION*

(On the occasion of the twentieth anniversary of the collapse of the  
monetary and financial system in the Federal Republic of Yugoslavia and  
the creation of the Monetary Reconstruction Programme by D. Avramovic)

**Prof. dr Petar ĐUKIĆ**  
Tehnološko-metalurški fakultet, Beogradu

*„Prva panacea za dezorijentisanu naciju je inflacija novca.  
Druga je rat. Obe donose privremeni prosperitet,  
ali obe vode u permanentnu propast.  
Obe predstavljaju zaklon političkih i ekonomskih oportunisti“<sup>1</sup>  
Ernest Hemingvej*

---

\* Ovaj rad rađen je u okviru projekta „Modeliranje razvoja i integracije Srbije u svetske tokove u svetlu ekonomskih, društvenih i političkih gibanja”, evidencioni broj 179038, koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Vlade Republike Srbije

<sup>1</sup> Wonnacott P., Wonnacott R. (1982) *Economics*, International Student edition, McGraw Hill, New York, p. 267.

### Rezime

Dvadeset godina od potpunog novčanog sloma i kulminacije hiperinflacije u Srbiji, (jesen-zima 1993. u okviru SRJ) ne bi smelo da ostane bez osvrta. Naravno, ne samo radi podsećanja na kuriozitete. Kolaps monetarne sfere značio je potonuće čitave organizovane ekonomije i zahtevao drugačiju politiku novca kao dnevni spas.

Mnoge činjenice tadašnjeg i kasnijeg privrednog života i stanja ukazuju da tako nije baš moralo da bude. Posledice gotovo trajnog i neizbežnog gubitka poverenja u zvanični novac, štednju, monetarnu i ukupnu ekonomsku politiku došle su i na osnovu ponavljanja grešaka iz prošlosti i loše monetarne i fiskalne politike zemlje i nakon inicijalnih tranzicionih promena 2000. godine. Umesto „tvrdog budžetskog obraničenja“, dosledne finansijske discipline i kontrole javne potrošnje, u ekonomsko-političkom nasleđu dominirale su nedoslednosti, popuštanja i otpisi potraživanja, što je prolongiralo nesigurnost i makroekonomsku nestabilnost, kako u monetarnoj, tako i u fiskalnoj, poslovnoj i spoljnotrgovinskoj sferi. Biće potrebno mnogo dobre prakse i dosledne političke volje da se takvo nasleđe neutrališe.

**Ključne reči:** HIPERINFLACIJA, FINANSIJSKI KOLAPS, INFLATORNA DOBIT, SOCIJALNE POSLEDICE INFLACIJE, DENOMINACIJA, DEVALVACIJA, NOVA DEVIZNA ŠTEDNJA, STABILIZACIJA

### Summary

*Twenty years of complete monetary collapse and the culmination of hyperinflation in Serbia (autumn-winter 1993, within the FRY) should not remain without review. Surely, it's necessary not only as a reminder of curiosities. The collapse of the monetary sphere had meant sinking the entire organized economy and required different money policy as daily salvation. Many of the facts of economic life then and later on indicate that it didn't have to be in such a way. The consequences of the almost constant and inevitable loss of confidence in official money, savings, monetary and economic policies were created because of repetition of past mistakes and poor monetary and fiscal policy even after the initial transition changes in 2000. Instead of implementing hard budget constraints, consistent fiscal discipline and control of public spending, the economic and political legacy have been dominated by inconsistency, indulgence and debt write-offs, all of which prolonged uncertainty and macroeconomic instability, both in monetary and in fiscal, business and foreign trade area. It will take a lot of good practice and consistent political will to neutralize such a legacy.*

**Key Words:** HYPERINFLATION, FINANCIAL COLLAPSE, INFLATION TAX, THE SOCIAL CONSEQUENCES OF INFLATION, DENOMINATION, DEVALUATION, THE NEW FOREIGN CURRENCY SAVINGS, STABILIZATION

### 1. O POVODU

Ekonomsko-financijska situacija i privredni tokovi u Srbiji tokom jeseni 2013. ni po čemu drugom ne bi se mogli oceniti kao povoljni izuzev po jednoj vesti. Narodna banka Srbije saopštila je da su cene u oktobru u odnosu na prethodni mesec porasle za svega 0,3% a da je „međugodišnja inflacija na istorijskom minimumu“ jer su potrošačke cene za proteklih godinu dana porasle svega 2,2%. Podaci o permanentnom smanjivanju ovogodišnjih stopa rasta cena u odnosu na isti mesec prethodne godine (sa januarskih skoro 12% na sadašnji nivo) govore izrazito u korist tvrdnje da su potrošački i troškovni pritisci na cene i kurs dinara tokom godine jenjavali tako da je, u odsustvu drugih pozitivnih makroekonomskih pokazatelja i pad inflacije „nešto“. A tako nešto se ne događa u Srbiji baš često, naročito ne tokom duboke ekonomsko-financijske i fiskalne krize u kojoj se Srbija nalazi faktički od druge polovine 2008. kada je globalna recesija kao maljem pogodila, proizvodnju, zaposlenost, srpski budžet i javne finansije, dotadašnji kurs dinara... Pogled na stanje iz 2008, zabeleženo već pre pet godina ostavlja opori utisak gotovo beznadežne recesije tokom koje je broj nezaposlenih lica porastao za više od sto hiljada a stopa nezaposlenosti sa 14% na 25%. Pri tome je realni BDP u 2012. za tri odsto bio manji od onoga u 2008. dok je industrijska proizvodnja niža čak za 13%.

Možda nekom izgleda da je opšte ekonomsko stanje takvo da „gore ne može biti“, sećanja onih koji duže pam-

te govore da su dešavanja u ekonomiji i društvu neponovljiva, ali i da svaka kriza ima svoj osobeni lik i naličje, kao što je to bilo tačno pre dve decenije kada je Srbija (tada u okviru Savezne Republike Jugoslavije) upravo ulazila u period potpunog hiperinflatornog haosa, zatim sloma finansijskog i monetarnog sistema tokom jeseni 1993.

Da li sećanje na taj period danas služi ičemu drugom osim da se, gotovo sa nostalgijom mlađima prepričavaju nemoguće situacije o redovima, švercu, sivoj ekonomiji, snalaženju i preživljavanju, izbegavanju najtragičnijih posledica novčanog sloma, suludom punjenju zamrzivača svim i svačim što bi moglo zatrebati, a usred prikrivenih novčanih i drugih pljački, nestašica robe, struje, osnovnih životnih namirnica ...? U vreme kada nastaje ovaj tekst, u javnosti se stvara utisak kao da je sve iz ekonomsko-političke prošlosti Srbije i Jugoslavije bilo neuporedivo bolje i perspektivnije nego što je danas. Štaviše, reciklaža političkih kadrova na javnoj sceni, kao da potire sećanja i sve polako pada u zaborav, od koga ipak boli glava. Haos više nikada ne bi smeo da se vrati kao ekonomska mera a populizam kao konceptualni okvir razmišljanja i reakcija na ekonomske teškoće.

### 2. HIPERINFLACIJA - KRATAK ISTORIJSKI OSVRT

Najjednostavnija konstatacija haosa u kojem je bilo reči u uvodu glasi: posledice hiperinflacije. Međutim, malo je onih koji su prošli kroz takav pakao

kao što su građani Srbije i Crne Gore tokom 1992-1993. U teoriji se obično kaže da se hiperinflacije pojavljuju u vreme ratova kada naglo opada realna ekonomska aktivnosti i bruto domaći proizvod a time i poreski prihod, dok potrebe za finansiranje fronta nalažu štampanje novca... Hiperinflacija se prema pojedinim teoritičarima, meri relativno nesigurnim parametrima, kao što je npr. tempo rasta cena, i čisto teorijski nastaje kada porast cena pređe preko 100% godišnje. Tog trenutka navodno prestaje kontrola nad novčanim tokovima, a inflacija se ubrzava bez obzira na emisiju novca (Wonnacott P., Wonnacott R. 1982). Međutim, kao što se stanje u ekonomskom sistemu menja i prilagođava novim istorijskim okolnostima, tako i „život sa inflacijom“ na izvestan način „obogaćuje“ ekonomsku praksu i monetarnu istoriju, pa se u svakoj konkretnoj situaciji, pokazuje da nova iskustva daju mogućnosti i drugačijih epiloga.

Inflacija je iz medicine pozajmljena reč koja naprosto znači nadimanje želuca. U figurativnom smislu to je prolazna nevolja, ali i u ekonomskom je ozbiljna „bolest“ sa sve višom temperaturom, nastala kao problem viška novca u opticaju ili ubrzanja njegovog optičaja do te mere da to izaziva opšti rast cena i pad kupovne moći novca.

Vrlo bitna činjenica koja proističe iz svake inflacije je nagrivanje, „kvarenje“ novca, gubitak njegovih funkcija i veoma česti slom novčanog sistema. Novovekovni i moderni novčani sistemi obolevali su povremeno od permanentne i galopirajuće inflacije, i dospevali u si-

tuacije gotovo potpunog obezvređenja i sloma novca.

Tako nešto desilo se u Francuskoj s papirnim novcem nakon revolucije, početkom devedesetih godina 18. veka za vreme jakobinaca. Onda je zapisano mnogo toga o „čudnim“ i teškim iskustvima hiperinflacije kada se ona odo- maćivala prilikom velikih iskušenja kao što su ratovi, ili druge katastrofe koje su obarale proizvodnju, psihološki podizale tražnju dovodeći do nestašica, velikih tržišnih poremećaja i distorzija - gotovo neverovatnih i „uvrnutih“ odno- sa među cenama.

### 2.1. Inflacija - propast i slom novca

Izvori tvrde da je u Kini već u 11. ve- ku štampan prvi papirni novac koji je zbog inflatornog obezvređenja povučen iz optičaja tokom narednih dvesta godi- na. A tzv. „revolucije cena“ koje su se dešavale tokom 16. veka, kada je roba posebno usled velikog priliva srebra i zlata iz prekookeanskih teritorija u Špa- niji, Italiji, Portugalu za sto godina u metalnom novcu poskupljivala i po ne- koliko puta<sup>2</sup>, ne mogu se smatrati infla- cijom u savremenom smislu reči. Infla- cija, a pogotovo u svom hipertrofiranom izdanju je činjenica koja proističe iz mo- dernog dekretnog, nalogodavnog, ili fi- ducijarnog novca. Naime, metalni puno- vredni novac od srebra i zlata, iz starih vremena mogao je samo do izvesne me- re da bude izložen krivotvorenju, falsifi- kovanju, pre svega, zakidanjem na kva-

---

<sup>2</sup> U Sevilji su se cene (u srebru i zlatu) učetro- rostručile tokom 16. veka. Više o tome u: P. Vilard, Novac i zlato u povijesti, Nolit, Zagreb

litetu i masi monetarnog metala ali nije mogao da bude besomučno „štampan“ (emitovan po volji države i vlasti) kao što je to slučaj sa savremenim, više manje „bestelesnim“, odnosno dekretnim novcem (fiat money).

Iako se baš sa sigurnošću ne može precizirati šta se smatra modernom epohom za monetarnu istoriju, pod njom se uslovno može podrazumevati vreme poslednjih dva i po veka (tehnološke ere i tržišne ekspanzije) u kome su uglavnom ekonomski dobro organizovane države kontrolisale sopstveni relativno uređeni novčani sistem. Taj sistem je karakterističan po jedinstvenom nacionalnom novcu, koji je predstavljao jedan od simbola državnog suvereniteta. Iskustva u 21. veku pokazuju da se novac pojavljuje i kao nadnacionalni fenomen ili instrument vođenja regionalne monetarne i ekonomske politike (evro u okviru Evropske monetarne unije) kao i pozajmljeno ili uvezeno sredstvo unutrašnje razmene, vrednovanja i međunarodnog plaćanja (evro u Crnoj Gori) ili USA dolar u nekim zemljama Latinske Amerike.

Novčana istorija će se po svoj prilici bogatiti novim iskustvima i činjenicama koje će proisticati iz prakse i života, ali i na osnovu novih tehnoloških rešenja.

Emisiju savremenog novca na sebe su preuzimale država u toku nekoliko poslednjih vekova. Međutim, to ne znači da nije dolazilo do njegove zloupotrebe, koja se dešavala veoma često, ali u skladu sa finansijskim nevoljama u koje su zapadale vlade i vladari. Tada bi se, po pravilu u vreme ratova ili drugih

većih iskušenja, pribegavalo štampanju „novca bez pokrića“ odnosno novca čija se kupovna moć naglo smanjivala zbog neravnoteže ponude i tražnje. U stvari monetarne drame koje su u ranijoj istoriji podrazumevale otkrivanje odbacivanje jednog i prihvatanje drugog novca u vremenu otkrivanja pada kupovne moći prvog, u 19. i 20. veku su identifikovane kao hiperinflacije. Mada će o tom fenomenu još biti reči, ovde treba istaći da su to enormna i brza obezvređenja novca, izazvana intenzivnim rastom cena u tom novcu.

Prva ratna hiperinflacija zabeležena je u vreme američkog građanskog rata (1861-1864) a početkom 20. veka, naročito posle Prvog svetskog rata u Evropi 1921, 1923, 1927, 1931, kao i osamdesetih i devedesetih godina 20. veka zabeležene su hiperinflacije ogromnih razmera.

Tzv. „monetarne drame“ u kojima novac gubi realnu vrednost ili ekonomsku moć gotovo preko noći, zahvaljujući gubitku poverenja ili efektima krivotvorenja, bile su poznate odvajkada, ali novčani slomovi kao posledice pravih eksplozija cena, posledica su savremenih, politički uzrokovanih monetarnih kriza. Posle Drugog svetskog rata, hiperinflacije su se uglavnom pojavljivale u zemljama u razvoju, Latinske Amerike, Azije, Afrike, ali i u pojedinim zemljama u tranziciji, naročito pri kraju njihove socijalističke organizacije privrede (Poljska, Rusija...). Nakon čuvenog jugoslovenskog slučaja, koji je okončan početkom 1994. izgledalo je da su takve drame manje-više stvar prošlosti, ali su iskustva Zimbabvea sa

gotovo neverovatnom i valjda jedinom hiperinflacijom u 21. veku. Naime, u periodu od 2000. do 2009. godine ova afrička zemlja je prošla kroz godišnju stopu inflacije od neverovatnih 89,7 trilijardi procena odnosno  $89,7 \times 10^{21}\%$ .<sup>3</sup>

Domaća iskustva pokazala su da je i u takvim uslovima moguće nešto duže „funkcionisati“, po cenu nepredvidljivih socijalnih, i onih još opasnijih dugoročnih ekonomskih posledica. Evo pojedinih, vrlo slikovitih svedočenja:

---

<sup>3</sup> Ovi podaci nisu baš pouzdani, i ne znače teorijski ništa bitno, izuzev činjenice da su opasnosti od „zloupotrebe“ novca večne, a da se do novčanog sloma može doći relativno lako, ne samo lošom monetarnom politikom, već i neodgovarajućim fiskalnim i drugim merama ekonomske politike.

### 2.2. Hiperinflacija - ilustracije, iskazi i svedočenja

*Svedočenje pripadnika „južnjačke vojske“ u američkom građanskom ratu 1861 -1864:*

„Ranije smo odlazili u kupovinu sa novcem u našim džepovima a vraćali se sa hranom u korpama. Sada odlazimo sa novcem u korpama a vraćamo se sa hranom u džepovima. Sve nedostaje sem novca. Cene su haotične a proizvodnja dezorganizovana. Obrok koji je ranije stajao kao ulaznica za operu, sada staje dvadeset puta više. Poslovanje često stoji jer niko ne zna koliko da naplati (neki su govorili platićemo posle rata). Kao posledica toga svako nastoji da sakuplja „stvari“... i da se reši lošeg papirnog novca“ koji tera „dobar“ metalni novac iz cirkulacije. Posledica je delimičan povratak prirodnoj razmeni sa svim njenim neizodama.

*(Samuelson A. Paul, Ekonomija; str. 291)*

„Novac je čudesna stvar. Takmiči se sa ljubavlju kao čovekov glavni izvor radosti i užitka. Takmiči se sa smrću kao čovekov najveći izvor straha i teskobe. U toku čitave istorije novac muči ljude na jedan od dva načina: ili ga ima u izobilju ali mu je tada vrednost vrlo nesigurna, ili je pouzdan ili ga ima veoma malo. Mnoge muči i treća nevolja. Novac je za njih i nepouzdan i imaju ga malo.

*(Galbrajt, Novac, str. 174)*

„Neko vreme je u Moskvi želja da se novac što je moguće pre potroši, dostigle neslućenu žestinu. Kada bi bakalin prodao kilogram sira, istog časa bi sa dobijenim rubljama koliko ga noge nose potrčao na centralnu pijacu da

popuni svoje zalihe pre nego što rublja izgubi svoju vrednost... Za to vreme u Beču su menjačnice nicala na svakom uglu ulice, pa ste svoje krune mogli da zamenite za švajcarske krune svega nekoliko trenutaka. Gradom je kružila šala da bi svaki pametan čovek, kada u restoranu naručuje pivo, trebalo odmah da naruči drugo, čak i po cenu da se ono drugo smlači, kako u međuvremenu cena piva ne bi skočila“

*(Dž. M. Kejnz, Ekonomski eseji, str. 202)*

„Inflacija je kao pasta za zube. Kad se jednom istisne iz tube, teško se može vratiti nazad“ (Karl Oto Pohl, bivši predsednik Nemačke centralne banke)

„Da bi bila uspešna, inflacija mora da se sakrije od ljudi koji najviše gube (od vlasnika gotovog novca. Za nju se mora okriviti sve drugo: pijaca, kućna pomoćnica, pohlepni trgovac, nadničar, sindikat, nestašica nafte, odnos plata, sve osim pravog uzroka inflacije - povećanja količine novca u opticaju“

*(Ralf Eperson, Nevidljiva ruka)*

„Inflacija nije jedna varijanta ekonomske politike. To je instrument za destrukciju. Ukoliko se brzo i radikalno ne zaustavi, potpuno zaustavlja tržište. To je smicalica ljudi koji ne daju pet para za budućnost svoje nacije i njene civilizacije“

*(Ludvig fon Mizes; prema Eperson, Nevidljiva ruka)*

„Inflacija uzima od starijih, neorganizovanih, siromašnih i daje onima koji čvrsto organizuju svoje prihode“.

*(Galbrajt)*

„Krajnje je neizvesno da li bi Hitler ikada došao na vlast u Nemačkoj, da inflacija nemačke marke nije prvo uništila nemačku srednju klasu“

„Najveći neprijatelj srednje klase je inflacija“

*(Dž. Varburg)*

„Od rimskog imperatora Diokecijana preko francuske i američke revolucije do Ričarda Niksona, vlasti su pokušavale da spreče, zaustave inflaciju kontrolom zarada i cena. Ni jedna takva šema nije uspeła“.

*(M. Rorbard, prema Eperson, Nevidljiva ruka, str. 53)*



### 3. KORISTI I ŠTETE OD INFLACIJE

U momentu dovršetka ovog rada u raspravi o predlogu budžeta Republike Srbije za 2014. pominje se utrošak u visini od 20 milijardi dinara (oko 17 miliona evra po trenutnom kursu) kojim bi trebalo intervenisati iz budžeta radi restrukturiranja preko 143 firme u formi tzv. društvenih preduzeća, kojima treba „očistiti bilanse“. To bi, pojednostavljeno značilo da država treba da preuzme obaveze tih preduzeća, tako da se u eventualnoj privatizaciji (valjda i po novom zakonu) u narednim godinama reši njihovo pitanje budućnosti i stalnih subvencija koje podižu javnu potrošnju i nagrizaju efikasnost ekonomije u celini.

#### 3.1. Inflatorni otpis duga

Ma kako čudno izgledalo, u ovoj činjenici se ogledaju, možda i najgore posledice minulih vremena i monetarne istorije Srbije. Nakon pobede nad inflacijom<sup>4</sup> (1994) mnogi korisnici tadašnje akcije ekonomske politike pri donošenju Programa monetarne rekonstrukcije govorili su da je polazno stanje potraživanja i dugovanja povoljno, jer je hiperinflacija, isčistila sve bilanse preduzeća. To bi trebalo da znači da su bila obezvređena i faktički izbrisana sva prethodna potraživanja i dugovanja, tako da obnovljeni finansijski sistem treba da počne ispočetka i da se vodi

nova dobra politika zaduživanja i investiranja.

Ovaj prinudni otpis duga pokazuje samo jednu od koristi inflacije. Eliminacija duga bez suda i poravnanja, već je oprobana taktika onih koji bi hteli da se potraživanja potru, da bi krenuli u neki novi finansijski odnos, povoljnije pozicije koja opet, po definiciji ide u korist dužnika i na štetu poverilaca. Ako neko već doživi oprost bilo kakvog duga naročito prema javnom sektoru (neplaćeni računi za električnu energiju, infostan itd.) ili pak, usled prolongiranja i inflatornog obezvređenja obaveze, prirodno je da će očekivati da se takva praksa bar delimično nastavi, lako ulaziti u nova zaduženja očekujući nastavak viđenih scenarija, reprogramme i td. Sve u svemu, život u inflaciji podrazumeva određeni način ponašanja i učenje, veštine izvlačenja ekonomskih koristi iz neekonomskih i špekulantskih postupaka i radnji.

Možda je paradigmatičan bio slučaj Nemačke, u kojoj se 1923. razorna hiperinflacija desila kao posledica programiranog inflatornog obezvređivanja valute (u kojoj je trebalo otplatiti međunarodne obaveze) da bi zemlja i narod iz tog iskustva izvukli pouku o značaju sigurne valute za sva potonja vremena.

#### 3.2. Inflatorni porez

Iako se inflacija obilato koristila kao sredstvo održanja vlasti, država veoma često koristi njen mehanizam preraspodele da ubira prihode u odsustvu mogućnosti dodatnog oporezivanja. O tome je prvi progovorio Džon Majnard

---

<sup>4</sup> Izraz Dragoslava Avramovića, o akciji prime ne Programa monetarne rekonstrukcije, koji je ušao u naslov njegove knjige koji opisuje te događaje (Pobeda nad hiperinflacijom 1994).

Kejnz i zvanično proglašen za najvećeg svetskog ekonomistu 20. veka. Razume se da je vreme u kome je radio i istraživao bilo pogodno za to, s obzirom na seriju hiperinflacija u Evropi, čak i u najrazvijenijim zemljama tokom dvadesetih i tridesetih godina 20. veka. Tipična situacija za inflatorni porez je ratna inflacija, kada se usled priprema za rat, ili finansiranje fronta u uslovima smanjene proizvodnje i investicija, prinudno i na izvestan način obavezno povećavaju javni izdaci za rat.

Ratni budžet se kao dodatni trošak prevlađuje na poreske obveznike, ali pošto ih je nedovoljno, onda se inflacijom (štampanjem) novca postiže efekat posrednog oporezivanja. Ovo oporezivanje je izrazito nepravično jer pogađa ljude vrlo različito i u srazmeri u kojoj oni svoju realnu imovinu drže u novcu, odnosno sa vremenom u kome oni ne stižu da je pretvore u druge oblike imovine.

Najjednostavniji odgovor na prve vidljive posledice inflacije je rast potražnje za nekim drugim novcem, koji služi kao bolje merilo vrednosti i sigurnije sredstvo razmene i čuvanja vrednosti od domaćeg, ili pribegavanje naturalnoj razmeni (trampi) kao i čuvanju zlata ili drugih dragocenosti umesto novca itd. Time se naglo povećavaju transakcioni troškovi pa čitava privreda tone u špekulacije i beži u sivu zonu. U svakom slučaju, iskustva zemalja koje su imale hiperinflaciju su dramatična a ponekad, tragikomična i apsurdna. Ljudi ne stižu da odgovore sopstvenim akcijama na izazove ubrzanja rasta cena. O tome svedoči inflatorna spirala koja

cene diže u nebo, kurs strane valute takođe raste nekad sporije, ali onda i brže od maloprodajnih cena. Kejnz je vrlo slikovito već tridesetih godina 20. veka pisao o iskustvima hiperinflacija u Nemačkoj (1923) zatim u Austriji, Poljskoj, Rusiji, Mađarskoj...

### 3.3. Podsticaj rasta

Ima mišljenja da je inflacija svojevrsni podsticaj za investicije, jer ubrzava privrednu aktivnost i rast ekonomije. Mnogi analitičari registrovali su da se kao posledica povećanja ponude novca, zaista podstiče ekonomska aktivnost, ali i potrošnja i agregatna tražnja dobara i usluga, dakako, i proizvodnih faktora. Međutim, to vodi ka kratkoročnom ubrzanju privredne aktivnosti, ali inflacija na duži rok, definitivno smanjuje potencijale rasta i podiže troškove stabilizacije i oporavka. Možda je čak i veći problem u netransparentnim, teško predvidljivim i nepoštenim posledicama inflacije, koja različito pogađa ljude u zavisnosti od količine i vremena posedovanja slabog novca i drugih pretpostavki.

Žrtve inflacije se razlikuju generacijski, i po mentalitetu, tako da je njena navodna socijalna korisnost veoma diskutabilna. Obrazloženje najviših čelnika vlasti u SRJ i Srbiji, da se tokom 1992. i 1993. morao štampati novac zbog sankcija, a u cilju socijalnog zbrinjavanja penzionera, siromašnih i posebno ugroženih ljudi, kao i drugih korisnika javnih prinadležnosti, potpuno je dezavuisano primenom „Programa monetarne rekonstrukcije“ 24. januara 1994.

Nema sumnje da se inflacija u do- broj meri pretvorila u glavnu opasnost za današnju makroekonomsku politiku pa i za privredu uopšte. Nasuprot njoj, ideja makroekonomske stabilnosti jed- na je od ključnih za privredni razvoj i napredak u dugom roku.

## 4. PREDISTORIJA INFLACIJE U NAS

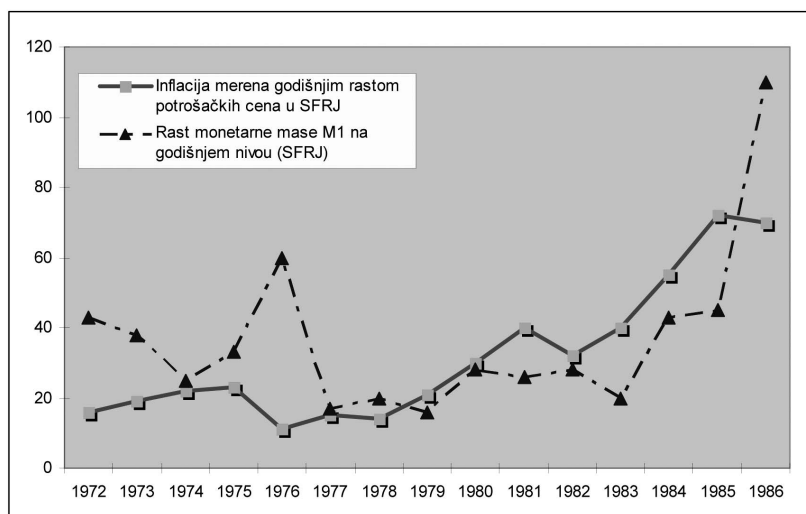
Inflacija je u Srbiji i SRJ samo eks- plodirala tokom 1992. i 1993. godine. Građani, privreda i država na nju su uveliko bili naviknuti tokom ekonom- ske i inflatorne predistorije zemlje.

### 4.1. Socijalistička inflacija: prethodna iskustva

U okviru Jugoslavije funkcionisalo je na relativno ustaljen način proinfla-

torni socijalistički model ekonomije. Privreda zemlje je u poređenju sa osta- lim sistemima planske ekonomije imala izvesne prednosti. One su se, između ostalog, ispoljavale kroz otvorenu međunarodnu saradnju, trgovinu i teh- nološku modernizaciju, kao i bolju snabdevenost tržišta.

To je omogućavalo sistem deli- mično kontrolisanih cena, koje su do- brim delom podražavale alokativnu funkciju tržišta, tako da su cene iz- ložene permanentnom pritisku, rasle u kontrolisanoj meri. Inflacija je u socija- lističkoj Jugoslaviji bila neminovna, ali ne i tako prikrivena kao što je to bio slučaj u zemljama iza gvozdene zaves. Evo primera. Na slici 1. dati su upored- ni podaci u međugodišnjem rastu malo- prodajnih cena i odgovarajućem rastu novčane mase.



Slika 1. Uporedno prikazane godišnje stope rasta maloprodajnih cena i novčane mase u SFRJ (agregat M1)

Izvor podataka: Ljubica-Teslić Nadlački (1988) na osnovu podataka

Jasno je da je SFRJ imala stalne pritiske na cene izazvane mekim budžetskim ograničenjem (Kornai) kao i partijskom politikom štampanja novca naročito u politički osetljivim pretkongresnim godinama. Odgovor na pitanje kako ranije nije došlo do sloma dinara, velikim delom leži u činjenici obimnih deviznih tokova odnosno priliva koji je ostvarivan po osnovu doznaka zaposlenih jugoslovena u inostranstvu, kao i kredita koji su pricali sa Zapada.

Dakle, novčana masa morala je da raste da bi se na taj način stimulisao rast kroz investicionu i drugu potrošnju. Udeo investicija u društvenom proizvodu bio je veoma visok krajem sedamdesetih godina (čak i do 48%). Međutim, krizne osamdesete došle su kao refleksija stagflacije, usporavanja rasta i dužničke krize u svetskim razmerama. Pokazalo se da je deficit po osnovu sve većeg uvoza i sve skuplju naftu na svetskom tržištu, doneo krizu servisiranja duga, zatim reprogram zajmova, nova strana zaduženja i prisilnu štednju (kroz prve nestašice i bonove za kupovinu životnih dobara, već ranih osamdesetih).

Ipak, sve nestabilnija ekonomska stagnacija tokom osamdesetih, partijski kongres 1986. i politička maksimizacija ekonomske aktivnosti upravo u toj godini<sup>5</sup>, proizveli su i istorijsko prekoračenje stope inflacije preko 100% (vidi sliku 1). Od tog momenta pa nadalje, grafički prikazi serija nemaju mnogo smisla, jer je

ulazak u hiperinflaciju već bio u izgledu (Sindić, 1988. str. 53) a ona se najpre desila u okviru SFRJ, tokom 1989. kada su maloprodajne cene porasle za oko 2.600 procenata (tabela 1). Kratkoročna stabilizacija u 1990. godini bila je samo prolazna epizoda pred inflatorni talas i njegovo ubrzanje tokom 1991, kao i hiperinflaciju u 1992, odnosno potpuni slom sistema u 1993). Sve što se kasnije dešavalo u ovoj sferi pokazivalo je da se hronične bolesti lošeg novca prenose na finansije i budžet, kao i ekonomsku politiku i privrednu praksu u celini.

### 4.2. Uzroci i posledice hiperinflacije u SFRJ

Vratimo se tezi da je inflacija, po pravilu jedna od posledica lošeg stanja privrede i neadekvatne ekonomske politike. Može doći kao posledica naglog pada realnog proizvoda, u uslovima povećane javne potrošnje. Ogromne su distorzije (nepravilnosti) koje nastaju na tržištu, tako da se ljudi pojavljuju kao manje ili veće žrtve inflacije. A ispostavlja se da je sasvim mali ili zanemariv broj njenih korisnika. Svesna posledica, a pod pritiskom javnosti, država, pokušava na pogrešan način, indeksacijom dohodaka (nominalnim podizanjem zarada u javnom sektoru i penzija u skladu sa tempom rasta cena, ili što je još gore, u skladu sa rastom crnog deviznog kursa) pokušavajući da očuva kupovnu moć dohotka.

---

<sup>5</sup> Iz istorije socijalističke Jugoslavije, poznato je da se u godinama kongresa Saveza komunista, kao jedine partije u zemlji, koja je kreirala svaku pa i ekonomsku ideologiju i trasirala privredne planove, u godinama partijskih kongresa povećanjem javnih rashoda, veštački podizana potrošnja a time i rast i zaposlenost.

Ponekad, još gore, ona pokušava da obezbedi da ljudi za svoj novac kupe određena životna dobra i namirnice, po administrativnim cenama, bez obzira šta se s novcem zbiva na tržištu. Sve se to dešavalo u istoriji, ovdašnja praksa je ponavljala sve pogreške učinjene mnogo puta ranije.

Ima zapisa da je „...država od Dioklecijana do Ričarda Niksona pokušavala da suzbije inflaciju kontrolom plata i cena, ali da ni jedna takva šema nije delovala<sup>6</sup>. Racionirano snabdevanje, zamrzavanje cena i dohodaka, ili indeksacija zarada i penzija, odnosno štampanje para - ne zna se šta od toga deluje teže za inflacijom zahvaćenu ekonomiju. O tome najbolje ipak svedoče naša iskustva.

### 5. INFLACIJA I HIPERINFLACIJA - DOMAĆA ISKUSTVA I REKORDI

Naša hiperinflatorna praksa je po svemu nadvisila pomenute postsocijalističke slučajeve, pa i čuvenu nemačku

inflaciju iz 1923. koja je za tu godinu iznosila 1,2 milijarde procenata. Međutim, to se dešavalo u vrlo kratkom vremenu, dok je SRJ 1993. godinu okončala sa inflacijom od 352 biliona procenata. Dužina trajanja naše hiperinflacije, bila je veća od dve godine, i ako se rast cena posmatra na srednji rok, odnosno od 1989. do 1994, onda smo u hiperinflaciji prvi u svetu.<sup>7</sup> Evo pregleda inflacije u SFRJ, SRJ, SCG, tokom poslednjih 20 godina (tabela 1).

#### 5.1. Nacionalni rekordi tempa inflacije

Prema zvaničnim podacima jedino je od naše hiperinflacije bila viša mađarska, posleratna inflacija iz 1945. godine. Na duži rok verovatno je da SRJ u tom pogledu ne bi imala premca. Dakle, od najviših megahiperinflacija, po visini kratkoročnog (na godinu dana) rasta cena, na prvom mestu je Mađarska, na drugom SRJ, na trećem Nemačka iz 1923. a na četvrtom Grčka.

---

<sup>6</sup> Poznato je da je imperator Dioklecijan, inače rodom sa područja današnje Podgorice, kao izuzetno uspešan vladar u vreme rimske tetrahije, uspeo da osnaži Rim, kako na vojnom, tako i na ekonomskom planu, utvrđujući granice i teritorije provincija, gradeći puteve i javne objekte. Isprovociran podizanjem cena robe zbog povećane tražnje rimskih legionara, objavio je Edikt o cenama 301. godine. To je bio jalov pokušaj da se one administrativno zaustave, makar i pod pretnjom smrtno kazne. Taj dokument sadrži mnoštvo normi i relacija propisanih vrednosti. Tako na primer popis sadrži čak oko 1.400 podataka, što je na izvestan način bilo veoma poučno za ekonomski život i trgovačku praksu toga doba. Tako je rob uzrasta između 16 i 40 godina (Edictum Diocletiani 29) koštao koliko i polovina jedne kamile (ED. 30, 7), a profesor viših ustanova obrazovanja je zarađivao pet puta više od učitelja u osnovnoj školi. Iako je prekršiteljima pretila smrtna kazna, i tu su meru pripisivali svemoćnoj administraciji koja u stvarnosti nije mogla da uspe (Demandt A, 2013.).

<sup>7</sup> O teškim iskustvima hiperinflacije u nas moguće je saznati više iz monografija: P. Đukića, *Iskušenja ekonomske politike – Hronologija života pod sankcijama*, Grmeč – Privredni pregled. Beograd 1995. i *Moć i nemoć ekonomske politike: Jugoslavija u vreme suspenzije sankcija*, Atlantida, Beograd 1997.

**Tabela 1. Inflacija (usponi i padovi)  
- svedok makroekonomske  
nestabilnosti i razvojnih i političkih  
problema (podaci o hiperinflaciji  
podvučeni su i dati u kurzivu)**

| <b>Godina</b> | <b>Stopa rasta maloprodajnih<br/>cena 12/12 prethodne<br/>godine u SFRJ (do 1991),<br/>SRJ (do 2003), SCG (do<br/>2006) i Srbiji (do 10. 2013)</b> |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1989          | 2600                                                                                                                                               |
| 1990          | 121                                                                                                                                                |
| 1991          | 235                                                                                                                                                |
| 1992          | 19 810                                                                                                                                             |
| 1993          | 352 088 324 829 858                                                                                                                                |
| 1994.         | 7 000 940 249*<br>(od III-XII 0.3%)                                                                                                                |
| 1995          | 120                                                                                                                                                |
| 1996          | 59                                                                                                                                                 |
| 1997          | 9.6                                                                                                                                                |
| 1998          | 60                                                                                                                                                 |
| 1999          | 59                                                                                                                                                 |
| 2000          | 113                                                                                                                                                |
| 2001          | 39.3                                                                                                                                               |
| 2002          | 14,8                                                                                                                                               |
| 2003          | 7,8                                                                                                                                                |
| 2004          | 13,7                                                                                                                                               |
| 2005          | 17,7                                                                                                                                               |
| 2006          | 6,6                                                                                                                                                |
| 2007          | 10,1                                                                                                                                               |
| 2008          | 6,8                                                                                                                                                |
| 2009          | 6,6                                                                                                                                                |
| 2010          | 10,2                                                                                                                                               |
| 2011          | 8,9                                                                                                                                                |
| 2012          | 12,2                                                                                                                                               |
| 2013***       | 2,2 (X/X)                                                                                                                                          |

*Napomene:*

\* za januar 1994, (statistički 21.12. 1994/21.12.994) uključujući još tri januar-ska dana (22-24. 1. 1994), pre nego što je stupio na snagu Avramovićev Program monetarne rekonstrukcije, izmerena inflacija iznosila je preko sedam milijardi procenata, ali je statistički ukupan rast cena od 24. januara do kraja 1994. godine u vremenu primene programa ukupno iznosio 0,3%.

\*\*Podaci koji registruju hiperinflaciju posebno su podvučeni

\*\*\* Podatak o međugodišnjoj inflaciji za 2013. dati su na osnovu stope rasta potrošačkih cena u oktobru u odnosu na isti mesec 2012.

Rast cena na malo evidentiran je statistički do 2011. godina od kada počinje evidencija stopa rasta potrošačkih cena, što je uzeto kao mere inflacije, tokom poslednje tri godine.

## **5.2. Mesečna hiperinflatorna ubrzanja i lomovi**

Međutim, treba istaći da je u nas krajem osamdesetih i početkom devedesetih došlo dva puta do hiperinflacije. Naime, pod hiperinflacijom se u ovom smislu podrazumeva stanje mesečnog rasta cena preko 50%. Dakle, ako se tako posmatraju statističke činjenice, onda se može reći da je inflacija u nas zabeležena tokom 1989. godine, kada su maloprodajne cene porasle ukupno oko 2.600% (12/12) zatim 1992. sa porastom cena od 19.800%, kao i tokom 1993, sa odgovarajućim porastom cena od 352.088.324 829.858 procenata. Za 1994. godinu se ne može reći da je bila hiperinflatorna, uprkos statistički ispravnom podatku iz tabele, s obzirom da je kalendarski vreme hiperinflacije u njoj trajalo samo 23 dana.

---

## FINANSIJE

---

Tabela 2: Najveće stope mesečne inflacije u 20. veku

| Rang | Zemlja         | Godina   | Stopa inflacije         |
|------|----------------|----------|-------------------------|
| 1.   | Mađarska       | 1946.    | 41,9 (10) <sup>15</sup> |
| 2.   | SR Jugoslavija | 1993/94. | 3,3 (10) <sup>8</sup>   |
| 3.   | Grčka          | 1944.    | 85,4 (10) <sup>6</sup>  |
| 4.   | Nemačka        | 1923.    | 32.000                  |

Tabela 3: Ukupna stopa hiperinflacije (ukupno trajanje)  
i prosečna mesečna stopa

| Rang | Zemlja         | Godina | Dužina trajanja | Ukupna inflacija       | Prosečna stopa |
|------|----------------|--------|-----------------|------------------------|----------------|
| 1.   | Mađarska       | 1946.  | 12              | 3,81(10) <sup>27</sup> | 19.800         |
| 2.   | SR Jugoslavija | 1993.  | 25              | 2,35(10) <sup>21</sup> | 615,9*         |
| 3.   | Nemačka        | 1923.  | 16              | 1,02(10) <sup>10</sup> | 322,0          |
| 4.   | Grčka          | 1944.  | 13              | 4,7(10) <sup>8</sup>   | 395,0          |
| 5.   | Kina           | 1947.  | 26              | 4,15(10) <sup>6</sup>  | 79,7           |
| 6.   | Nikaragva      | 1991.  | 48              | 5,53(10) <sup>5</sup>  | 46,5           |

*Izvor:* Nebojša Savić (1994; str. 16)

\* U tabeli za prosečnu mesečnu stopu inflacije u SRJ obračunata je inflacija zaključno sa istekom 1993, ali ne i za januar 1994. Ako bi se uključila i ta stopa od 313 miliona procenata, prosečni iznos naše 26-mesečne inflacije bio bi bez sumnje rekordan i iznosio bi preko 12 miliona procenata.

U tabelama nema, inače nedovoljno pouzdanih, podataka za hiperinflaciju u Zimbabveu koja je između 2003. i 2009. pokazala nove čudovišne podatke novčanog haosa i 21. veku.



### 6. PERMANENTNO PADANJE DINARA

#### 6.1. Pad dinara, stabilizacije i novčane promene

Kada je krajem 1989. godine u Jugoslaviji promovisan tzv. Markovićev stabilizacioni program<sup>8</sup> kriza dinara se završila promenom novca, i uspostavljanjem njegove unutrašnje konvertibilnosti, odnosno mogućnosti slobodne razmene za strani novac. U momentu uvođenja stabilizacionog programa konvertibilnost novca (odnosno njegova zamenjivost za čvrstu valutu) po pravilu služi kao jedno od stabilizacionih sidara. Tokom kratke stabilne epizode 1990. to sidro je bila mogućnost da se dinar razmeni u banci po zvaničnom i fiksiранom kursu od sedam dinara za jednu nemačku marku. Istini za volju, treba napomenuti da je usled slabe monetarne politike, ili njenog faktičkog odsustva, dinar potonuo već u drugoj polovini 1990, kada je oficijelni kurs dinara u odnosu na nemačku marku pao na 1:13.

Drugi stabilizacioni program došao je nakon neuporedivo višeg nivoa i bržeg tempa rasta cena odnosno hiper i megainflacije<sup>9</sup>. Nakon zamene i denominacije novca, od 24. januara 1994. je-

dan novi dinar mogao se razmenjivati za 1 nemačku marku.<sup>10</sup> Privremena unutrašnja konvertibilnost, trajala je nažalost, veoma kratko, ne više od pola godine, tako da se nulta inflacija u SRJ zadržala samo od marta do decembra 1994. Već početkom 1996. obnovljena je inflacija visokog nivoa, koja se kretala iznad 100% u narednim godinama sa kratkim padom u 1977. godini na nešto ispod 10%. Sve je, razume se, bilo praćeno pogubnim ekonomskim efektima sankcija Saveta bezbednosti prema Srbiji i Crnoj Gori, ratnim okolnostima u okruženju (Hrvatska, BiH, Kosovo) kao i bombardovanjem Srbije od strane Natoa 1999.

Konačno, nakon stabilizacionog programa koji je opet fiksirao vrednost dinara kao 30. deo nemačke marke, otpočeo je još jedan stabilizacioni program u oktobru 2000. godine. Inflacija je, zahvaljujući stabilnom kursu dinara, kao i merama liberalizacije tržišta i drugih ekonomskih reformi, a razume se i daleko većem deviznom prilivu iz inostranstva počela da pada sa 135% godišnje u 2000. na oko 8% u 2003, da bi nakon toga nastavila da se koleba oko stope od 10% godišnje, što je donedavno bila jedna od najviših inflacija u Evropi. Protekle 2012. Srbija je

---

<sup>8</sup> Programu stabilizacije Ante Markovića, saveznog premijera u to vreme. Savezna vlada i država uopšte nije imala snažne instrumente monetarne politike. Tako je mogućnost štampanja dinara bila ostavljena republičkim centralnim bankama. Vlasti Srbije su novembra i decembru 1990. pred izbore, upadom u monetarni sistem tokom jeseni 1990. bilo našampale dodatnih 18 miliona dinara, što je bilo jednako iznosu od 1,5 milijardi dolara (Đukić 1995, str. 24)

<sup>9</sup> Megainflacija je izraz koji se odomaćio u ovdašnjoj upotrebi, označavajući stanje u kome se mesečna inflacija meri milionima procenata.

<sup>10</sup> O spektakularnom slamanju hiperinflacije i primeni tzv. Avramovićevog programa I, više u monografiji D. Avramović, Pobjeda nad inflacijom 1994, Institut društvenih nauka, Beograd 1998.

okončala sa inflacijom od 12%. Preovlađujući stručni nalaz je da je inflacija u nas izraz neuređenog i tržišno nedovoljno utemeljenog ekonomskog sistema, reformisanog i neefikasnog javnog sektora, prevelike javne potrošnje i previsokih poreza, skupe i nedelotvorne države, a ne samo novčane politike.

## 6.2. Denominacije dinara

Šta je formalni odgovor na inflaciju, osim konvertibilnosti, nove politike

vreme uspostavljanja tzv. Markovićeovog stabilizacionog programa promenjen je novac čime je inflacija od 2.600 procenata iz 1989. svedena na inflaciju od 120% u 1990.

Međutim, najveća iskušenja u pogledu sigurnosti novca nastaju za Srbiju i Crnu Goru u vremenu raspada Jugoslavije i građanskih ratova oko njenog nasleđa. Usledilo je vreme hiperinflacije i brojnih denominacija koje se mogu videti iz tabele 4.

**Tabela 4: Denominacije dinara za vreme SFRJ i SRJ**

| Vreme denominacije | Vreme do sledeće denominacije | Skinuto nula: | Odnos novog i starog dinara |
|--------------------|-------------------------------|---------------|-----------------------------|
| 01.8.1965.         | 24 god i četiri meseca        | dve           | 1:100                       |
| 01.01.1990.        | 2. god. i šest meseci         | četiri        |                             |
| 01.07.1992.        | 1. god. i tri meseca          | jedna         | 1:10                        |
| 01.10.1993.        | tri meseca                    | šest          | 1 : 1 000 000               |
| 01.01.1994.        | 23 dana                       | devet         | 1 : 1 000 000 000           |
| 24.01.1994.        | ?                             | sedam         | 1: 13 000 000               |

novca, „čvrstog budžetskog ograničenja“, koje nalaže da se iz budžeta države troši onoliko koliko je prihodovano?

U našem slučaju to su bile brojne denominacije dinara. Denominacija je, po svom imenu promena novčane jedinice, koja se realizuje usled tehničkih poteškoća manipulisanja sa jednom vrstom obezvređenog novca. Uvodi se nova novčana jedinica - jedan dinar vredan kao 100 dotadašnjih kao što je to bio slučaj 1965. godine u SFRJ. U

Ovde bi trebalo dodati da je dinar prethodne SRJ, nastavio da funkcioniše kao nacionalni novac Srbije. Naime, kada je 2003. konstituisana Državna zajednica Srbija i Crna Gora, novčanu jedinicu države Srbije uveden je zvanični današnji pojam „srpski dinar“, dok je Crna Gora već ranije istupila iz zajedničkog valutnog sistema, prihvatajući evro kao nacionalnu valutu.

Prethodne tehničke manipulacije jugoslovenskim dinarom, da bi se uopšte moglo operisati nacionalnom valutom

## FINANSIJE

bile su izrazito dinamične (tabela 4). Retke su zemlje u kojima je za trideset godina tokom šest denominacija sa novčanica državnom merom skinuto 29 nula. To znači da ako bi se upoređio jugoslovenski dinar ispravnije rečeno uspostavljenog posle Drugog svetskog rata, iz vremena neposredno pre njegove prve denominacije (1965) i njegovog sadašnjeg naslednika, srpskog dinara, taj odnos bio bi:

*1 dinar SFRJ (pre 1965) = 13 x  
1.029 današnjih srpskih dinara*

### 7. ŽIVOT SA HIPERINFLACIJOM

Kada je 21. decembra 1993. u tadašnjoj Kovnici novca odštampana novčanica od pet stotina biliona dinara, samo u danu kada se pojavila vredela je nešto više od 12 nemačkih maraka. Ta vrednost i nije bila baš zanemarljiva, s

**Slika 2. Novčanica rekordne nominalne vrednosti štampana u SRJ krajem 1993. godine**



obzirom na činjenicu da je prosečna nedeljna zarada tih dana, vredela ne više od dve nemačke marke. Nešto drugačije stoji stvar ako bi se posmatrale realne vrednosti.

### **7.1. Izgled i funkcija rekordne dinarske novčanice**

Međutim, desetak nemačkih maraka, upotrebljenih na vešt način moglo je da obezbedi troškove života porodici za nedelju dana. To je omogućavao sistem prodaje devizne efektivne bankama po visokom stimulativnom kursu, da bi se dinarska suma sa računa što pre i što povoljnije pretvorila u bilo koju robu, po „zamrznutim“ ili silom prilika neindeksiranim cenama. Cene su, naime, još uvek za većinu usluga bile kontrolisane, pa i deprecirane, kao i za robu u tzv. društvenom sektoru. Slobodno tržište, zelena pijaca i siva ekonomija operisali su relativno uspešno u sistemu nemačke marke ili naturalnom razmenom.

Ako se vratimo sudbini banknote sa 11 nula, onda treba reći i to da je prilikom denominacije dinara od 1. januara 1994. u kojoj je tada promovisani najnoviji dinar vredeo kao milijardu prethodnih, i ta rekordna novčanica svedena na gotovo zanemarljivu novu vrednost od svega 500 dinara. Ubrzanje inflatorne spirale na 313 miliona procena-

ta u januaru 1994. dovelo je sloma vrednosti funkcije svake dinarske novčanice pa i te. Naime, za jednu nemačku marku ili jedan superdinar (uveden 24. januara 1994) moralo bi se skupiti čak 2.600 naših rekordnih banknota sa 11 nula.

Ova i slične čudovišne banknote, ostale su u mnogim privatnim kolekcijama, kao uspomena ali i kao svedočenje o vremenu „inflatornog oporezivanja“ (Kejnz) koje u početku predstavlja „moćan finansijski instrument države“, ali koje se, korišćeno bez ikakve mere, „lomi u rukama onih koji ga upotrebljavaju, ostavljajući čitav poreski sistem u ruševinama“. Navodeći ispravno ovaj scenario na osnovu prethodnih brojnih iskustava, a čak više od pedeset godina pre našeg tragičnog ponavljanja lekcija sa „hiperinflatoriim porezom“, pisac i ekonomski hroničar, već pred rat 1940, zaključio je optimistički da se „iza tih ruševina (novčanih slomova širom Srednje Evrope i u Rusiji) poput plime i oseke ekonomskog sistema nacije može roditi potpuno novi, reformisani i divljenja vredan sistem“. Dalje, navodi on „moskovski červonjec i bečka kruna već predstavljaju stabilnije novčane jedinice od franka i lire“ (Kejnz 1978; str. 205)

## 7.2. Svedočenja o vremenu hiperinflacije u Srbiji

Tabela 5: Kulminacija: rast cena u Srbiji, jul 1993-januar 1994.

| 1993. mesec | Mesečna stopa inflacije | Godišnja stopa inflacije | Dnevna inflacija | Časovna inflacija |
|-------------|-------------------------|--------------------------|------------------|-------------------|
| VII         | 431,6                   | $2,2 \times 10^6$        | 5,37             | 0,23              |
| VII         | 1881                    | $3,2 \times 10^7$        | 10,7             | 0,40              |
| IX          | 643,2                   | $1,5 \times 10^8$        | 6,69             | 0,27              |
| X           | 1856                    | $1,9 \times 10^9$        | 10,39            | 0,41              |
| XI          | 20290                   | $2,8 \times 10^{11}$     | 18,77            | 0,72              |
| XII         | $1,78 \times 10^5$      | $3,5 \times 10^{14}$     | 28,30            | 1,04              |
| I 1994      | $3,13 \times 10^8$      | $5,2 \times 10^{20}$     | 61,83            | 2,03              |

Izvor: Bojan Dimitrijević, Hiperinflacija, Svetlokomerc, Beograd 1996, str. 327

„Prisustvovao sam sceni u radnji „Soko Štarka“ na Terazijama, negde krajem jula 1993, kada je jedan mlad čovek u pratnji mlade plavuše, kupio čokolade i slatkiša u neograničenoj količini. Kupovina je trajala čitav sat, dok je zamenela publika gledala fascinirana... Prestao je kada sam ja skupio hrabrosti i zamolio ga da ostavi nešto robe i za ostale potrošače. Mladi par je odjezdio kamionetom punim čokoladne konfekcije. Zamrznuti dinarske robne cene, a ostaviti kurs dinara da pliva - bio je put za krah“

(Dragoslav Avramović, *Pobeda nad inflacijom 1994*, str. 18)

„Prva faza primene najnovijeg avgustovskog paketa okončana je 10. decembra. Tog dana donesene su brojne dalekosežne odluke o otklanjanju cenovnih dispariteta, a tog dana prišlo se organizovanom snabdevanju neophodnim egzistencijalnim dobrima čak dva i po miliona porodica u Srbiji. Prvi su već primili bonove za nabavku minimalnih količina brašna, ulja i šećera i deterdženta po zaštićenim cenama a drugi po 30% nižim“...

Treća faza u borbi protiv slobodnog deviznog tržišta od sredine leta 1993. mogla bi se nazvati prohibitivnom. Valutno-devizne transakcije stavljene su van zakona. Sprovode se prave racije i organizovane hajke na ulične dilere i druge učesnike deviznih transakcija. A njima oduzimaju novac i devize, privode na razgovore relativno velike grupe besposlenih ljudi, kao učesnika ili

posmatrača ovih zabranjenih radnji. Ipak, u pogledu rezultata ova faza nije donela ništa novo. Ni u smislu smirivanja kursa, ni u smislu povratka poverenja u domaći novac.“

*(P. Đukić, Iskušenja ekonomske politike; Hronologija života pod sankcijama, str. 138, 139)*

„Sredinom 1993. godine učinjen je najozbiljniji napor da se koncipira anti-inflaciona politika. U Ekonomskom institutu bio je, na zahtev savezne vlade sačinjen mini stabilizacioni program, koji je imao za cilj da se u situaciji kada je mesečna stopa inflacije kretala oko 300-400% preduzmu oštre fiskalne i monetarne mere. Nažalost, savezna vlada se opredelila za pasivno prilagođavanje događanjima i jaku monetarnu emisiju, zbog čega je 1993. godine došlo do monetarnog sloma. I konačnog porinuća u hiperinflaciju najviših razmera. . Dakle, uprkos ne samo akademskim upozorenjima, već i formulisanja konkretnih predloga, kako treba da izgleda ekonomska politika u uslovima sankcija, a da pri tome inflacija bude obuzdana, i da se zadrži tržišni karakter privrede, vođena je „stop and go“ politika, bez jasnog koncepta i vizije koja se čas zasnivala na slobodnom formiranju cena, plata i kamata, da bi samo posle nekoliko nedelja bila prevedena u kruta administrativna zamrzavanja i kontrole. Teško da se u svetu može naći sličan primer neodlučnosti. Savezna vlada je 1993 četiri puta donosila pakete s ciljem da se inflacija svede na ispod 50% mesečno, ali uvek je takav pokušaj završavao daljim razbuktavanjem inflacije.“

*(Nebojša Savić, Jugoslovenska stabilizacija: četiri meseca posle, str. 17-18)*

„U poslednja tri meseca 1993. nema ničeg bitno novog. Gotovo sve se ponavlja iz ranije viđenih scenarija: višestruki skokovi žiranih, šticovanih, i crnih kurseva deviza, dnevne erupcije maloprodajnih cena, sve veći redovi pred prodavnicama i punktovima distribucije egzistencijalnih dobara, ali povremena zatvaranja trgovina i kolaps kupoprodaje. Samo na jednom području dešava se čudo neviđeno. Zabeležen je realni porast cena i u čvrstoj valuti. Neretko se začudimo situaciji u kojoj za jedan kilogram mesa treba platiti 20 maraka, za najmanju čokoladu 10 DEM. Neki osnovni poljoprivredni proizvodi takođe beleže rast cena u markama. Da li je to dovoljno za tezu o devalvaciji marke ili deviznoj inflaciji? Da li je na pomolu sarajevski sindrom oličen u situaciji u kojoj se za jedan kilogram mesa plaća i do 50 DEM, a za jedna litar žestokog pića pet do 30?

Jedan elemenat odgovora odnosi se na retkost. Italijanski kameralista Davancati u 16. veku razmišlja o tome na sledeći način: „Voda je nužna ali je su-

više obilna da bi imala cenu. Štakor je odvratna životinja, ali se za vreme opsada Kazilina za njega plaćalo 200 forinti, da se ne bi umrlo od gladi“

(P. Đukić, *Iskušenja ekonomske politike; Hronologija života pod sankcijama*, str. 159)

„Stariji ljudi se često osećaju napuštenim i nepotrebnim, gube svaki motiv za dalji život, ponekad su potpuno razočarani, a ne treba zaboraviti da je 1993. godina crnim slovima zabeležena po broju samoubistava starijih ljudi. A prema analizama s kraja decembra 1993. „penzioneri u Srbiji ni od koga ne dobijaju hranu, penzije kasne zbog nedostatka sitnine i po sedam dana. Na dan kada su obračunate vrede tek nekoliko maraka, a pri isplati često manje od 50 pfeniga. Zato nije čudno što je penzionerka iz naselja Braće Jerkovića usred Beograda preminula od gladi. Možda je ubio baš problem sitnine. Poštar je dobio samo krupne novčanice“

(Politika, 4. januara 1997. i 24. decembra 1993, prema D. Avramović, *Pobeda nad inflacijom 1994*)

### 7.3. Inflacija kao način života

Mere za cene nisu baš pogodne za dugoročna poređenja, ali se radi komparacije psihološkog stanja može reći da je inflacija tokom devedesetih Srbiju učinila zemljom čuda. Videlo se da je moguće živeti i u takvim okolnostima.

Učinci hiperinflacije u Srbiji u velikoj meri su odstupali od onih koji su viđeni pri drugim hiperinflacijama. Ljudi su se privikli na sve, pa i na takvu vrstu života u kojoj se svakog sata vodi borba protiv nevidljivog novčanog neprijatelja. Mnoštvo je maštovitih načina snalaženja, preživljavanja, uz svakodnevni šverc, transakcije svim mogućim i nemogućim sredstvima, robom, devizama, čekovima, špekulacije kao sastavni deo svakidašnjice, na koju su se ljudi tog vremena poprilično svikli, a da im ni do danas nije jasno na koji način.

### 8. PITANJA ODGOVORNOSTI I POSLEDICA

Prikazani izgled jedinstvene i čuvene jugoslovenske novčanice sa jedanaest nula ima za cilj da se minulo stanje novca i monetarne politike Srbije (posebno ono u okviru SRJ) tokom ranih devedesetih godina 20. veka, na izvestan način približi i pojasni čitaocu, ali ne sa stanovišta senzacije, kako se to uglavnom danas čini, već i sa stanovišta odgovornosti za stanje ekonomskog haosa, potpune suspenzije tržišta i oficijelne ekonomije, apsolutnog sloma javnih finansija, ali i socijalne i bilo koje druge politike koja ima veze sa oficijelnim novcem i javnim finansijama.

Pitanje odgovornosti na direktan način postavio je Dragoslav Avramović ne samo u javnim nastupima već i u knjizi „Pobeda nad inflacijom 1994.“



(Avramović 1998, str. 135-140). Takođe su slična pitanja postavljali mnogi ekonomisti, kako na savetovanjima Naučnog društva ekonomista, tako i na mnogim javnim skupovima.

### **8.1. Konkretizacija odgovornosti: bezuspešni pokušaj**

Tek samo nešto od toga bilo je u na- goveštajima deo programa demokrati- zacije DOS-a nakon promena 2000. go- dine. Od svega, nove vlasni su pokušale da sprovedu istragu po pitanju odgovor- nosti za neekonomski preraspodele po osnovu otkupa deviza po netržišnom kursu vremena tokom hiperinflacije. Na tapetu je bilo mnoštvo firmi koje su od države dobijale devize kojima su u tran- sakcijama zaista mogle da ostvare skromnu hiperinflatornu dobit. Ali, tu dobit bilo je teško utvrditi, tako da se sve završilo posebnom vrstom poreza.

Pokušaj utvrđivanja odgovornosti za transakcije tokom hiperinflacije nije doneo mnogo dobra ni državi ni ekono- miji. Spisak oko 300 raznih zloupotreba slomio se na ogromnom broju navodnih prestupnika, i samo par izrečenih po- sebnih poreskih mera, navodno pra- vičnog zahvatanja dela dobiti od hipe- rinflacije. Tako je kompanija Karić bi- la kažnjena s izvesnom sumom od stra- ne državne komisije za tzv. ekstraprofit, da bi u konačnoj sudskoj verziji sav novac bio vraćen kažnjenim.

Ta odgovornost ne završava se činom slamanja hiperinflacije 24. januara 1994. pa niti vestima o tzv. „istorijskoj mini- mizaciji“ stope inflacije ili njenom obu- zdavanju ispod sanjanih 5% godišnje. Mnogo su od tih važnije činjenice da,

uprkos stabilnom kursu, stimulativnim realnim dinarskim kamatama, ovdašnja štednja u domaćem novcu iznosi svega oko 3%, dok evro i druge pomoćne stra- ne valute, ostvaruju mnogo više prirod- nih funkcija novca nego dinar. U dvade- setoj godini nakon poznatog sloma di- narskog novčanog sistema, za većinu dugoročnih obračuna novčanih tokova, procenu vrednijih potrošnih dobara, ka- pitalna ulaganja, investicionu analizu, u Srbiji se građani, privrednici i javni funkcioneri služe stranim novcem.

Današnje akcije tipa „dinarizacije“ privredne i finansijske prakse ostale su potpuno u zapečku, pre svega onoga što je u glavama i iskustvima ljudi ne samo prilikom sloma pre dve decenije, već i potonje privredno-finansijske prakse i monetarne i druge politike. Otuda je lo- gičan zaključak pojedinih eksperata da je dinarizacija u Srbiji u sadašnjim okolnostima nemoguća misija (Đukić P, 2011.)

### **8.2. Monetarna iskustva i inflatorno nasleđe kao negativna eksternalija:**

Da li se može govoriti o današnjim posledicama inflacije i novčanog sloma koji je okončan 1994? Odgovor na to pitanje, po mišljenju potpisnika ovog teksta je decidan: za veliki broj trajnih teškoća u monetarnom i finansijskom, kao i fiskalnom sistemu današnje Srbi- je „krivo je nasleđe“, kao i iskustva u vezi velikog sloma organizovane eko- nomije, koje je Srbija doživela tokom hiperinflacije u 1993. i početkom 1994. Naša hiperinflatorna iskustva verovatno su među najtežim i socijalno najtra- gičnijim u dosadašnjoj istoriji.

U teorijskom smislu stabilan novac i javne finansije predstavljaju javno dobro i za ekonomsku aktivnost predstavljaju bitne pozitivne eksternalije<sup>11</sup>. Naime, bilo kakva ekonomska aktivnost uživa eksterne benefite koji dolaze od sigurnog i stabilnog novca, predvidljivog fiskalnog sistema, i tolerantne poreske politike. I obrnuto, novčana destabilizacija dovodi do naglog povećanja pojedinačnih transakcionih troškova oko očuvanja vrednosti novčanih rezervi i njihovog ulaganja, kao i bilo kakvog novčanog vrednovanja. Gubitak funkcija novca kao javnog dobra i njegovo pretvaranje u pravu moru predstavlja ogromne negativne eksterne efekte, koji padaju na većinu učesnika u privrednom životu i na ekonomiju u celini.

U uslovima ubrzavanja visoke inflacije i približavanja sloma novca naglo smanjuje interesovanje za realnu sferu ekonomije, proizvodnja, investicije u proizvodnju i proizvodne usluge, a povećanje valutnog rizika i rizika od inflatornog gubitka, uzrokuje ne samo štetu za državu i korisnike javnih sredstava u formi dohotka (penzije i plate državnim službenicima, prosveti, zdravstvu). Eksterne štete trpe i preduzeća, tako da sve veći deo privrede koji prelazi u sivu zonu. Naravno to se dešava da bi se izbeglo plaćanje svih nepotrebnih troškova uključujući i trošak negativnih eksternalija.

---

<sup>11</sup> Eksternalije su negativne ili pozitivne posledice (troškovi ili dobici) određenih radnji proizvođača/potrošača, koje one uzrokuju na druge, susedne, ili ostale učesnike privrednog života. Javna dobra uglavnom znače pozitivne eksternalije (Više o tome u: Đukić 2011)

I samo štampanje novca po sebi je trošak, manipulacije i obračuni sa ogromnim ciframa, gotovo da nemaju smisla. To se pokazalo prilikom turističkog pustošenja crnogorskog tržišta životnih namirnica tokom leta 1993. usled emitovanja ogromne mase čekova bez pokrića, koji nikada nisu dospeli na naplatu, usled obezvređenih suma ispalilo ja da letovanje za nekoga u najtežim uslovima (godina sa najnižim realnim dohotkom građana) može biti faktički besplatno. Hiperinflacija se pokazala i kao mogućnost pljačke bližnjih.

### **8.3. Sistematizacija dugoročnih posledica hiperinflacije**

Posledice novčanog sloma i tzv. monetarne politike iz vremena hiperinflacije, koje traju do danas, mogle bi se sistematizovati na sledeći način:

**1.** slom realne ekonomske sfere i bežanje ekonomske aktivnosti u zonu sive ekonomije. U parlamentu Srbije, u kontekstu rasprave o budžetu, u danima kada nastaje ovaj tekst, navedena je neophodnost oštrog raskida sa sivom ekonomijom. Retorički, taj diskurs gotovo da se ne razlikuje od onoga od pre dvadeset godina u leto 1993. I tada je vlast krenula u odsudnu bitku sa sivom ekonomijom, zamrzavanjem cena, njihovim vraćanjem na neke prethodne nivoe, kontrolom cena, zabranom valutne razmene na slobodnom tržištu itd. Naravno da su mere bile pogubne. Nedugo zatim (početak 1994) vlada je priznala poraz takvog pristupa i slom tadašnje ekonomske politike, da bi danas ponavljala slične greške. Za bujanje sive eko-

nomije u Srbiji, između ostalog krivo je nasleđe, pre svega u smislu loših sećanja i pretpostavki, straha od pada dinara (s razlogom) tezauracije devizne efektive, povlačenja ušteđevina iz banaka.

**2. strah od novca i večita devizna štednja.** Podaci govore da je u Srbiji trenutno više od pet milijardi evra ukupne štednje ali je od toga manje od 3% u dinarima<sup>12</sup>. Smatra se da u slamaricama (metaforički tezauracija u Srbiji) građani Srbije čuvaju još toliku sumu. Da nema ju loša iskustva sa blokadom i konverzijom (isplatom) stare devizne štednje, sigurno je da bi štednja u bankama bila daleko masovnija. Drugi problem je nestabilnost dinara. Svaka kriza dinara ili nepovoljna vest o mogućem bankrotstvu banaka ili države, povećanje nesigurnosti u politički neizvesnim momentima evidentiraju se na deviznom tržištu i pokazuju skok tražnje za devizama, kao i novo posrnuće dinara. Samo tokom tokom 2013. Narodna banka je prodala oko pola milijarde evra više nego što je kupila deviza na međubankarskom deviznom tržištu. Prema njenom saopštenju ukupne devizne rezerve zemlje u januaru 2013. iznosile su 12.854 miliona evra, a u oktobru iste godine svega 11.484 miliona evra, dakle, čak 1,4 milijardu evra manje;

**3. erozija poreza.** Ovaj aspekt istog sindroma poznat je kao delovanje Ten-

zi-Oliveira efekta, po kome „uvek postoji vremenska razlika između prijavljivanja dohotka u svrhu oporezivanja i prikupljanja poreza, što u uslovima visoke inflacije uništava realnu vrednost poreza“ (Avramović 1998, str. 23). Taj efekat bi dotle dogurao da su troškovi prikupljanja poreza počeli da premašuju visinu prikupljenih prihoda. Izbegavanje obaveze uplate poreza i doprinosa (kroz angažovanje rada na crno, pa čak i plaćanjem dela nadnica u naturi, ostalo je kao praksa koja se obilato koristi i danas. Kako onih godina koje su bile predmet ovog rada, tako ni danas skoro svih 153 preduzeća u restrukturiranju ne plaćaju državi poreze i doprinose za svoje zaposlene. Štaviše, ne plaćaju ni mnogi drugi privredni subjekti, pa se stalno postavlja večito pitanje: kako popraviti nivo naplate javnih obaveza koji je danas spao na manje od jedne trećine.

**3. propast javnog sektora - posebno industrije, trgovine i sl.** Vreme hiperinflacije je zapamćeno kao ono kada su samo odgovorni direktori javnih preduzeća ispunjavali političke zadatke administrativne ekonomije, koja se na kraju sama od sebe zaustavila urušavajući finansijsko i tehnološko stanje preduzeća. Primera ima mnogo. Veoma obeshrabrujuće skidanje sa dnevnog reda problema poslovanja US Steel Serbia, prethodno državne kompanije Sartid Smederevo govori na najbolji način o tome. Sartid je prodat uz preuzimanje njegovog duga od strane države pre više od deset godina stranom partneru za jedva nešto više od 30 miliona USA

---

<sup>12</sup> Istine radi treba pomenuti da je NBS u oktobru 2013. godine saopštila da je u proteklih godinu dana dinarska štednja u bankama povećana za 30%.

dolara, ali se ispostavilo da nije doneo mnogo dobra kupcima koji su ga prodali državi za jedan dolar, pa je sada „Železara Smederevo“ 100% državna kompanija. Oko pet stotina javnih republičkih i komunalnih preduzeća, u ovom momentu predstavljaju kamen o vratu državi i nacionalnoj ekonomiji.

**4.** gubitak poverenja u ekonomske mere i namere države. Nema mnogo načina da se brzo vrati poverenje u državne mere. Gotovo sve odreda bile su kratkog daha, uključujući i Avramovićeve programe 1 i 2. Slamanje hiperinflacije nisu pratile druge (strukturne) mere koje bi učinile stabilnim i održivim, ne samo novi monetarni sistem, već i kreditne odnose i poreske obaveze. Kako prilikom emisije novca radi prvih kredita u super dinarima (u junu 1994) tako i danas, ovdašnja preduzeća po pravilu organizuju pravi juriš na bilo kakve državne kredite i pozajmice, znajući da ih u celini neće vratiti.<sup>13</sup>

**5.** preovlađujući uticaj kursa dinara na cene. Možda je to sada na neki način, postalo normalno, ali su posledice pogubne. Bez obzira na stvarni input koji kurs dinara ima u formiranju troškova i cena na ovdašnjem tržištu, odomaćila se praksa, skoro direktnog prilagođavanja cena kretanju kursa dinara, posebno

u njegovim uzlaznim fazama. Očekivanja su da kurs raste, a da cene idu gotovo ukorak njim. Ovaj psihološki faktor postao je sastavni deo inflatornih očekivanja. Između ostalog „deviznom klauzulom“ kao zaštitnom merom od potencijalnih inflatornih gubitaka, služe se banke, strani subjekti pa i država, pri naplati navodno osiguranih novčanih iznosa. Račun samo ponekad pomrsi realna deprecijacija dinara, ali je ona mnogo ređa od aprecijacije.

**6.** loša evidencija i statistika. Ubrzavanje rasta cena do koga je dolazilo u više navrata, a pogotovo tokom 26 mesečne hiperinflacije, dovelo je i do haosa u zvaničnoj evidenciji novčanih promena (cena, troškova, javnih obaveza). Kontroverze oko izračunavanja najviših stopa inflacije, prisutne su i na mnogim sajtovima koji daju manje-više pogrešne informacije o delovanju novčanih kriza.

Kulminacija ubrzanja hiperinflacije u nas tokom 1993. i početkom 1994. učinila je nemogućim bilo kakav realni prikaz stanja i dinamike rasta kursa i cena. U tom smislu postaje nemoguće stvarno utvrđivanje, i merenje odnosa cena, troškova života i životnog standarda, kao i ekonomske aktivnosti, posebno u sivoj ekonomiji.

Ni jedno zvanično saopštenje oficijelnih statističkih službi o tome nije izdato. A veoma je potrebno. Možda bi retroaktivna analiza rada Zavoda za statistiku, kao i posebna anketa o evidenciji stanja u vreme hiperinflacije mogli da doprinesu, popravljajući statističke slike hiperinflatorne prošlosti.

---

<sup>13</sup> Za 2014. godinu za preduzeća u restrukturiranju predviđena su izdvajanja iz budžeta u visini od 20 milijardi dinara (šest puta više nego prethodne godine). Prve reakcije preduzeća su veoma pozitivne, i na samo pominjanje „otpusta“ duga.

### 8.1. Uloga Dragoslava Avramovića<sup>14</sup>

Interesantno je da političari ili lideri sindikata nisu mnogo pominjali odgovornost za slom monetarnog sistema i socijalne i ekonomske posledice tog slo- ma. Umesto za taj prethodni slom, po- stavljalo se pitanje odgovornosti guver- nera Avramovića za „prekoračenje dužnosti“, posebno onda kada je trebalo izvršiti političku egzekuciju i smeniti ga u Saveznoj skupštini, što je konačno i učinjeno 16. maja 1996. Tada je oko dve hiljade ljudi, od kojih najviše pri- padnika sindikata „Nezavisnost“, nešto malo penzionera, i šačica intelektualaca, došla pred dom skupštine da ga ohrabri, pred njegovu sokratovsku odbranu u parlamentu (Đukić 1997, str. 106-107).

Danas je mali broj onih koji se sećaju kako je u političkim krugovima doneta odluka za Avramovićevu uzdizanje do božanstva i simbola pozitivnog preokre- ta, a zatim i do njegove „egzekucije“, kao neke vrste apoteoze. Politika je upotrebi- la, istrošila i odbacila jedan pozitivni način delovanja i pristupa ekonomskoj politici. A takvih pristupa je danas sve manje. Pozitivno delovanje i poverenje, makar i ono iz puke želje da se veruje bar

u nešto drugačije, neiznevereno i novo, prirodno je svojstvo ljudi. A upravo ta- kav većinski osećaj potreban je Srbiji i njenoj ekonomiji kao hleb nasušni.

### ZAKLJUČNE NAPOMENE

Program monetarne rekonstrukcije i „superdinar“ pokazao je gotovo pre dvadeset godina da se u svim okolnosti- ma može voditi manje ili više odgovor- na monetarna politika. Tačnije rečeno, Dragoslav Avramović je kao ovdašnji ekspert, sa iskustvima rada u Svetskoj banci, na izvestan način podigao rejting ekonomske teorije i struke, pokazavši da je moguće vratiti nadu i u izrazito teškim, pa i gotovo tragičnim socijal- nim pretpostavkama.

U stručnim krugovima s pravom se postavljalo pitanje ko je odgovoran za hiperinflaciju i njene katastrofične po- sledice, koje su pogodile dugoročno ekonomiju i socijalnu strukturu društva čak i više nego tada aktuelne sankcije OUN prema Srbiji i Crnoj Gori. Ispalo je da niko nije. A postoji svedočenje da je tadašnjem predsedniku Srbije bila savetovana strategija života pod sankci- jama - uz pomoć inflacije.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Autor ovog rada tesno je sarađivao sa Dragoslavom Avramovićem. Avramovićeva uloga u eko- nomskoj istoriji Srbije je nezamenljiva. Kao recenzent Avramovićeve knjige „Pobeda nad inflaci- jom 1994“, imao sam priliku da s njim razmenim mnogo informacija i ideja. Za sve to nema me- sta u ovom radu. Ali, smatram da bi o praktičnom i stručnom radu, pa i o ekonomsko-političkoj ulozi Avramovića u vremenu 1993-2000, faktički do njegove smrti, leta 2001. u Srbiji, trebalo posvetiti posebnu stručnu raspravu, studiju, ili istraživanje.

<sup>15</sup> „Sećam se razgovora sa jednim bliskim savetnikom gospodina Miloševića: on, savetnik, rekao mi je da je savetovao g. Miloševiću da malo inflacije ne bi smetalo. Njenom razvoju doprinela je početna lakoća sa kojom je izgledalo da privreda apsorbuje inflaciju; to je verovatno zavelo ru- kovodstvo da se mogu štampati sve veće količine para dok situacija nije izmakla kontroli i pre- tvorila se u hiperinflaciju koju niko više nije mogao da kontroliše“ (Avramović 1998, str. 5)

Nije lako objasniti današnjim generacijama šta je značila stabilizacija novca i povratak makar i minimalnog poverenja u novčani sistem. Ono što je početkom 1994. za Srbiju učinio Dragoslav Avramović, verovatno je mogao i morao da učini i neko drugi. Kao nosilac „progresivnog stava“ i sam u izrazito oskudnim i teškim vremenima početkom 1994. postao je simbol nove monetarne i ekonomske politike koja je dokazala da je i u najtežim okolnostima moguće živeti koliko-toliko normalno, bar u novčanom smislu. Avramovićev program podrazumevao je valjanu i dugotrajnu pripremu, dobru organizaciju i marketing, kao i pripremu. To je obavljeno uspešno, zahvaljujući spletu okolnosti - između ostalog.

Međutim, strukturne mere koje je Avramović predlagao, posebno one u njegovom programu dva. nisu primenjene, niti su mogle da budu primenjene, u tadašnjoj konstelaciji vlasti i međunarodne pozicije zemlje. Tada, a ni sada, okolnosti nisu bile naklonjene reformisti. Makroekonomska nestabilnost je kao zla kob ostala da prati privrednu stvarnost Srbije. Nesiguran novac, stalne inflatorne tendencije, loše upravljanje kursom dinara, spoljnotrgovinski deficit, eskalacija javnog duga i spoljne zaduženosti zemlje, fiskalna kriza pod pretnjom državnog bankrotstva - sve te manifestacije aktuelne krize imaju duboku i temeljnu vezu sa krizom dinara, hiperinflacijom, finansijskim i drugim padovima (i retkim usponima) tokom devedesetih godina u Srbiji. Nasleđe koje se ne može zaobići. Ali se može uverljivije raditi na tome da se napravi jasna distinkcija i diskontinuitet.

## LITERATURA

- Avramović Dragoslav, (1998), *Pobeda nad inflacijom 1994*. Institut društvenih nauka, Beograd
- Dimitrijević Bojan (1996), *Hiperinflacija*, Svetlokomerc, Beograd
- Đukić Đorđe (2011) „Dinarizacija kao nemoguća misija“, Savetovanje Naučnog društva ekonomista, maj 2011).
- Đukić Petar (1986), „Inflacija kao (ne) monetarni fenomen, zbornik Kako otkloniti inflaciju, Univerzitet u Beogradu, CMU, Beograd (str. 103-110)
- Đukić Petar (1994), *Uspon i pad novca u zemljama postsocijalizma*, časopis „Finansije“ br. 5 - 6, 1994, str. 370-380
- Đukić Petar (1995), *Iskušenja ekonomske politike - hronologija života pod sankcijama*, PS Grmeč, DD Privredni pregled, Beograd, str. 320
- Đukić Petar (1997), *Moć i nemoć ekonomske politike*; Jugoslavija u vreme suspenzije sankcija, Atlantida RS, Beograd, str. 204
- Đukić Petar, (2011), *Održivi razvoj - utopija ili šansa za Srbiju*, Tehnološko-metalurški fakultet, Univerzitet u Beogradu, Beograd
- Eperson, Ralf (1995), *Nevidljiva ruka*, Kupola, Beograd
- Kejnz, Džon Majnard (1978) *Ekonomske eseje*, Evropski centar za mir i razvoj, Cecos, Beograd,
- Korošić Marijan (1986) *Inflacija kao problem političkih institucija*, Slobodan, zbornik Kako otkloniti inflaciju, Univerzitet u Beogradu, CMU, Beograd (str. 63- 69)



Labus Miroljub, 1999. *Osnovi ekonomije*, treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Stubovi kulture, Beograd

Mankju Principi ekonomije, (2005) Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

Samuelson A. Paul (1968), *Ekonomija*, Naučna knjiga, Beograd

Samuelson A. Paul (red.), (1975) Ekonomska čitanka, Nakladni zavod Matice Hrvatske, Zagreb,

Samuelson P., Northaus W., (2010.) *Ekonomija*, XVIII izdanje, hrv. Prevod, MATE, Zagreb,

Sinđić Miloš. (1988), „Inflacioni način privređivanja“, u zborniku Kamata, inflacija, stabilizacija, (red. B. Šoškić) CMU, Univerzitet u Beogradu, Beograd 1988, str. 53.

Savić Nebojša (1994) „Jugoslovenska stabilizacija - četiri meseca posle“, zbornik radova sa savetovanja Saveza ekonomista Jugoslavije i Naučnog društva ekonomista, Program monetarne rekonstrukcije i ekonomskog oporavka jugoslovenske privrede - rezultati, problemi i perspektive, SEJ, Beograd (str. 15-28)

Teslić Nadlački Ljubica (1988), „Proizvodnja novca, funkcionisanje monetarno-kreditnog sistema i inflacija“, Kako otkloniti inflaciju, Univerzitet u Beogradu, CMU, Beograd (str. 194-211)

Wonnacott P., Wonnacott R. (1982) Economics, International Student Edition, McGraw Hill, New York,

Galbrajt Džon Kenet, Novac, (1995) Grmeč, Privredni pregled, Beograd.

Vilar Pjer, (1980) Zlato i novac u povijesti 1450-1920, Nolit, Beograd.



Rad primljen: 16. 4. 2013.  
UDK: 338.22 ; 336.748.14 ; 336.27  
ID BROJ: 203286540Stručni rad  
Stručni rad

## EKONOMSKA POLITIKA versus VALUTNA KRIZA

### *ECONOMIC POLICY versus CURRENCY CRISIS*

Dr Ivan MARKOVIĆ, Ekonomski fakultet Niš

#### Rezime

Vruć novac predstavlja veliki problem za zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji. On izaziva nestabilnost monetarnog sistema. Domino efektom se kriza može preneti iz jedne u drugu zemlju. Glavna institucija koja bi trebalo da zaštiti monetarni sistem zemlje je centralna banka. Početak druge decenije 21. veka za većinu evropskih zemalja mogao bi se okarakterisati sa dve reči: dugovi – deflacija. U tom smislu i ekonomska nauka dobija ozbiljan zadatak da ova dva međusobno povezana problema reši uz najmanje troškove.

**Ključne reči:** VRUĆ NOVAC, MONETARNA STABILNOST, PREZADUŽENOST, DEFLACIJA

#### *Summary*

*Hot money is a major problem in developing countries and countries in transition. It causes instability of the monetary system. Domino effect of the crisis can be transferred from one country to another. The main institution that is supposed to protect the monetary system of the country's is central bank. Beginning of the second decade of the 21st century to the majority of European countries could be characterized by two words: debt - deflation. In this sense, economics gets serious task of these two related problems solved at the lowest cost.*

**Key words:** HOT MONEY, MONETARY STABILITY, DEBT, DEFLATION

### UVOD

Monetarni sistemi zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji su vrlo pogodno tlo za delovanje špekulativnog kapitala (Beetsma et al., 2004). Vruć novac (engl. *hot money*) predstavlja kapital koji u potrazi za unosnijim oplođavanjem vrlo brzo prelazi granicu i zadržava se na jednom mestu dok se ne pojavi atraktivnije odredište. Najpogodnija mesta za ostvarenje tog cilja su nestabilni monetarni sistemi, kao i zemlje sa neizgrađenim tržištem kapitala. Destabilizirajuće delovanje špekulanata povećava zaduženost zemlje pogođene eksternim šokovima. Dugovi, koji praktično znače prekomerno anticipiranu potrošnju mogu se podeliti na unutrašnje (budžetski deficit) i spoljne (dug prema inostranim poveriocima). Deflacija, pak, kao smanjenje agregatne tražnje (investicione, lične i zajedničke) sužava prostor u kojem se problem neravnoteže na robnom tržištu može prevazići. Ekonomski sistem se time u neprihvatljivoj meri udaljio od ravnotežnih tačaka. Neravnoteža na robnom i finansijskom tržištu ugrožava i monetarnu stabilnost, dok neravnoteža na spoljnom planu produbljuje platnobilansnu ravnotežu i eksternu poziciju zemlje (Tobin, 1969).

Glavni akteri u traženju rešenja za novonastale probleme su vlade i centralne banke. Jasno je da je monetarna vlast koncentrisana u centralnoj banci, dok se od vlada očekuje da, pre svega fiskalnom politikom stimuliše privredni razvoj. Koordinacija fiskalne i

monetarne politike trebalo bi da rezultira najpre zaustavljanjem negativnih trendova, a onda i stvaranjem uslova za stabilan ekonomski rast. Traženje rešenja mora biti obeleženo težnjom da se uspostavi monetarna, finansijska i ravnoteža na robnom tržištu.

Ovaj rad bi u datim okolnostima i sa jasnim ograničenjima trebalo da ukaže na neke probleme koji mogu biti od značaja za pronalaženje pravih odgovora na pitanja koje je globalna finansijska, kao i kriza Evrozone donela.

### 1. VALUTNE KRIZE – TEORIJSKI FUNDAMENTI

Nestabilna tržišta sobom nose veći stepen rizika u investiranju što povlači i veće kamatne i profitne stope. Istovremeno, manja ponuda novca dodatno utiče na rast kamatnih stopa. Zato se i određivanje cene zajmavnog kapitala čiji je smer kretanja ka nestabilnim tržištima određuje procentom iznad kamatnih stopa koje važe za prvoklasne zajmotražioce (*LIBOR*, *EURIBOR*, *PRIME RATE*). Privlačna moć viših kamatnih stopa prvenstveno deluje na špekulativni kapital. Iako se svaki dolazak kapitala u zemlje sa nedovoljnom ponudom kapitala željno očekuje, ova vrsta transfera se vrlo često pretvara u svoju suprotnost. Vruć novac može katastrofalno da utiče na monetarni sistem jedne zemlje i to dvostruko u vrlo kratkom roku. Najpre, dolazak kapitala naglo povećava ponudu kredita na domaćem tržištu što može uticati na pad kamatnih stopa. Niže kamatne stope motivišu investitore, ali i stanovništvo

da počnu masovno da koriste kredite. Međutim, svi ti krediti su maksimalno obezbeđeni. Obezbeđenje se ne odnosi samo na garancije koje zajmotražioc mora da obezbede, već i uslove kreditiranja koji podrazumevaju primenu fleksibilnih kamatnih stopa. Rast obima datih kredita povećava napetost monetarnog sistema. Uz sadejstvo drugih faktora koji mogu uticati na bekstvo kapitala, vruć novac će u datom trenutku početi da beži iz zemlje. Odlazak kapitala se dešava vrlo stihijski što stvara dodatnu paniku vlasnicima kapitala. Na taj način, vruć novac mnogo brže napušta zemlju nego što je u nju ušao.

Drugi šok koji izaziva kretanje spekulativnog kapitala iza sebe ostavlja pustoš. Drastično smanjenje ponude novca naglo povećava kamatne stope. Fleksibilno zaključene kamatne stope drastično povećavaju anuitete po kreditima, što sobom povlači masovna bankrotstva. Ono što se u jednom trenutku činilo izlaskom iz krize, pokretanjem novog investicionog ciklusa i rastom životnog standarda pretvara se u svoju suprotnost. Na novoj lokaciji vruć novac počinje novi ciklus destabilizacije koji ima isti ishod. Rezultat svega je produbljivanje začaranog kruga siromaštva u manje razvijenim privredama i uvećanje spekulativnog kapitala. Drugim rečima, nastavlja se proces osiromašjenja siromašnih i bogaćenja bogatih.

Za proces delovanja spekulativnog kapitala su idealne srednjorazvijene zemlje s obzirom da je njihova apsorpciona moć kapitala veća. Zato su se valutne krize prouzrokovane delovanjem špeku-

lativnog kapitala najčešće dešavale u Latinskoj Americi, a u poslednjoj deceniji dvadesetog veka su se kao pogodno tlo pojavile i istočnoevropske zemlje.

Glavni stožer odbrane monetarnog sistema je centralna banka. Moglo bi se reći da je ova institucija na velikim iskušenjima između postizanja značajnih rezultata u poboljšanju monetarne stabilnosti i pretnji koje sobom nosi vruć novac. U tom smislu kontinuirano teče proces nadmudrivanja između centralne i poslovnih banaka kada je u pitanju uzimanje kredita u inostranstvu, otvaranje novih banaka, odbrana od dejstva i efekata spekulativnog kapitala i rasta zahteva za kreditima od strane investitora i stanovništva. Ostvarenje ovih ciljeva je tim teže ako se ima u vidu težnja centralne banke da se što manje meša u privredne tokove, da poštuje tržišne zakonitosti, a u isto vreme i da ostvari stabilnost monetarnih prilika i deviznog kursa.

Prvu pomoć u stabilizaciji monetarnih prilika nakon perioda transformacione recesije pružao je Međunarodni monetarni fond. Ta pomoć se najčešće sastojala u ustanovljavanju sistema valutnog odbora (engl. *currency board*). Ovaj sistem je značio povećanje deviznih rezervi i smanjenje novca u opticaju do nivoa uravnoteženja ova dva parametra. To je omogućilo uvođenje konvertibilnosti za tekuće transakcije i vraćanje poverenja u nacionalnu valutu. Donošenje zakona o bankama stvara idealne uslove za delovanje vrućeg novca. Očekivanje da će ulazak stranih investicija u bankarski sistem povećati konkurenciju i smanjiti kamatne stope

nije se obistinilo. Naprotiv, nove banke su prihvale više kamatne stope koje su zatekle na tržištu. Otvaranje mogućnosti da se banke zadužuju u inostranstvu kompletira sve uslove za unosno oplođavanje špekulativnog kapitala. Kao prvoklasni zajmotražioc vlasnici novoosnovanih banaka uzimaju kredite u zapadnim zemljama po prosečnim kamatnim stopama na tržištu kapitala, a zatim ih plasiraju u svojim filijalama po znatno višoj ceni. Nije redak slučaj da je aktivna kamatna stopa dva do tri puta veća od pasivne. Primera radi, u trenutku kada je euribor iznosio 4,32%, krediti su se u Srbiji plasirali po kamatnoj stopi višoj od 8%.

U zemlji uvoznici kapitala se konstatuje da dolazi do poboljšanja situacije jer je ponuda kredita daleko veća nego u prethodnom periodu. Ali, visoke kamatne stope jednostavno ne ostavljaju prostor za ostvarenje profita jer teško ostvareni profit ne može da pokrije kreditne obaveze. Zato su korisnici kredita u daleko većoj meri fizička lica koja uzimaju kredite manjeg obima. Umesto da dođe do poboljšanja monetarne situacije, neki monetarni parametri se drastično pogoršavaju. Tako zaduženost kod banaka drastično raste naročito ako se meri po glavi stanovnika, a investicioni krediti u ukupnom zaduženju zahvataju neznatni deo. U Srbiju je od 2000. godine u bankarski sektor ušlo više od pet milijardi dolara, a veći deo tog novca je plasiran fizičkim licima.

Centralna banka u takvim situacijama mora da preduzme mere kojima se snižava napetost bankarskog sistema.

Neke od tih mera je preduzela i centralna banka Srbije. Najpre, povećan je minimum sredstava koje poslovna banka mora deponovati kod centralne banke kao osnivački ulog sa pet na 10 miliona dolara. Na tu meru poslovne banke su odgovorile spajanjem i ispunjavanjem dodatnog uslova bez dodatnih ulaganja. Zatim, centralna banka je povećala obavezne rezerve na sredstva obezbeđena iz inostranstva sa 40% na 60%, ukoliko su krediti uzeti na rok kraći od dve godine. Odgovor poslovnih banaka bio je da su sva zaduženja prevedena sa kratkoročnih na srednjoročna zaduženja (obično na pet godina). Ova mera se može shvatiti kao efikasna zaštita od bekstva vrućeg novca iz zemlje jer se ne može izvršiti repatrijacija tih kredita u roku kraćem od pet godina. Ali, povećanje obaveza poslovnih banaka u krajnjoj situaciji prenosi se na korisnike kredita kroz povećanje kamatnih stopa. Konačno, centralna banka je propisala i obavezu poslovnih banaka da sve troškove kreditiranja iskažu kroz kamatu kako ne bi došlo do zidanja cene kredita naplatom različitih troškova. Odgovor poslovnih banaka bio je da se radi konkurentnosti u reklamu ide s nominalnom kamatnom stopom, a da se prilikom samog zaključenja ugovora računna efektivna kamatna stopa koja je znatno viša od nominalne.

Pogodni uslovi za oplođavanje bankarskog kapitala su rezultirali povećanjem broja poslovnih banaka koje deluju na teritoriji Srbije. Međutim, povećanje konkurencije na strani ponude nije rezultiralo smanjenjem kamatnih stopa već diverzifikacijom usluga koje

se pružaju privredi i stanovništvu. Ta diverzifikacija i zaoštrenost konkurencije doneli su i instituciju refinansiranja koje nije ništa drugo nego preotimanje klijenata od drugih poslovnih banaka. Logika je vrlo jednostavna. U reklamu se ide sa tezom da će rata (anuitet) kod nove banke biti manja. Za prezadužene klijente takva ponuda može biti vrlo primamljiva. Ali, transformacija srednjoročnog u dugoročni kredit iako snižava nominalnu kamatnu stopu, u konačnoj instanci povećava neto kamatu koju će zajmotražilac na kraju platiti. Razloga za to je više. Najpre, u prvim godinama otplate kredita 80-90% anuiteta čini kamata, a samo 10-20% glavnica, pa je glavnica koja se prenosi na drugu banku neznatno smanjena. Zatim, na preranu otplatu kredita koja se pokriva kreditom banke koja vrši refinansiranje plaća se trošak od 2% na ostatak duga (u zapadnim bankama je ta obaveza 1-1,5%). Konačno, u kamatu banke koja vrši refinansiranje ugrađen je i trošak obrade dokumentacije koji iznosi do 3%. Znači, kredit je u startu skuplji za 5%. To poskupljenje se amortizuje većim brojem rata kod dugoročnih kredita, ali je zato neto kamata znatno veća kod refinansiranog kredita.

Najmanje željena situacija kada je u pitanju vruć novac je destabilizacija monetarnih prilika u zemlji. Ova situacija je pretnja kako samom monetarnom sistemu, tako i dužnicima koji su potpisali ugovor o uzimanju kredita u koji je ugrađena ili devizna klauzula, klauzula o fleksibilnoj kamatnoj stopi ili neki drugi sistem obezbeđenja.

Rast deviznog kursa povećava obaveze po anuitetima u nacionalnoj valuti. Beskrupuloznost banaka je u Srbiji bila najuočljivija kada su poslovne banke registrovale promenu obaveze po anuitetima samo kada je devizni kurs rastao, ali ne i kada je devizni kurs pao iako je obaveza po anuitetima u devizama ostala ista. Kada je došlo da pada deviznog kursa sa 88 na čak 80 dinara za jedan evro, neke poslovne banke nisu smanjile mesečne obaveze svojih zajmotražioca u dinarima.

Zato je od presudne važnosti za očuvanje monetarne stabilnosti i zaštite od delovanja vrućeg novca u nadležnosti centralne banke. Ukoliko i dođe do destabilizacije monetarne situacije, centralna banka mora energično reagovati. To dokazuje i slučaj Malezije koja je aktivirala ogromne devizne rezerve u cilju zaštite od delovanja špekulativnog kapitala u cilju očuvanja monetarne stabilnosti. Za takvu intervenciju je neophodan zavidan nivo deviznih rezervi. Iako, MMF, preporučuje da devizne rezerve obavezno budu na nivou tromesečnog uvoza, u slučaju nestabilne monetarne situacije obim deviznih rezervi mora biti na znatno višem nivou. Problem zemalja koje su prošle kroz transformacionu recesiju i zemalja u razvoju je permanentni spoljnotrgovinski deficit koji viši nivo deviznih rezervi čini praktično nemogućim. Zato, paralelno sa odbranom od delovanja špekulativnog kapitala mora se delovati i na privlačenju stranih direktnih investicija. Iskustvo je pokazalo da upravo strane direktne investicije značajno doprinose povećanju izvoza i deviznog priliva. Ti

kapaciteti su i nosioci rasta izvoza. Monetarna stabilnost oličena u stabilnosti cena i deviznog kursa ne može biti formirana samo na strani monetarne politike. To praktično znači, da i realni ekonomski tokovi moraju permanentno smanjivati napetost u monetarnoj sferi. Napredak u tom procesu se ogleda i u učestalosti delovanja centralne banke na deviznom tržištu. Ako je centralna banka prinuđena da aktiviranjem deviznih rezervi uravnotežava ponudu i tražnju deviza na deviznom tržištu, još uvek postoji nedovoljna stabilnost u realnim ekonomskim tokovima. Na primer, švajcarska centralna banka više od 15 godina nije intervenisala na deviznom tržištu. Međutim, i neke druge centralne banke beleže značajne uspehe na tom planu. Turska centralna banka duže od tri godine nije intervenisala na deviznom tržištu. U takvim uslovima se daleko finijim instrumentima monetarne politike (na primer, malim promenama eskontne kamatne stope) održava stabilnost nacionalne valute.

Najčešća greška koju čine centralne banke na očuvanju valutne stabilnosti je predugo zadržavanje fiksnog deviznog kursa. Fiksni devizni kurs je neophodnost nakon ekonomskih i monetarnih kriza većih dimenzija. Ali, nerealan fiksni devizni kurs zaoštrava ravnotežu spoljnotrgovinskog bilansa. Aktiviranje deviznih rezervi u cilju uravnoteženja platnog bilansa ograničeno je obimom deviznih rezervi. U situaciji kada se devizne rezerve drastično smanje centralna banka je prinuđena da u najmanje povoljnoj situaciji dopusti slobodno formiranje deviznog kursa. Karakteri-

stičan za to je primer Meksika koji je za samo godinu dana morao da smanji svoje devizne rezerve sa 23 na šest milijardi dolara i na kraju proglasi fleksibilni devizni kurs. Istovremeno raste i stopa inflacije i monetarna stabilnost izmiče kontroli centralne banke. Sadejstvo ovog faktora i delovanja špekulativnog kapitala izaziva krizu nepredvidivih razmera. Najgore u svemu je što se kriza vrlo jednostavno prenosi na druge zemlje. Tako se meksička kriza 2001. godine iz Meksika prenela na Argentinu. Bankrotstvo jedne male argentinske banke koja je imala obveznice meksičkih banaka izazvalo je domino efekat - bekstvo vrućeg novca i ekonomsku krizu neslučenih razmera. Isuviše ironično zvuči da je kriza naglo otpočela samo nekoliko meseci nakon posete predsednika MMF-a Argentinu gde je Argentina pohvaljena kao primer uspešnosti politike koju diktira MMF. Sam efekat prenošenja krize iz jedne u drugu latinoameričku zemlju je popularno nazvan „tekila efekat“.

Kada su u pitanju valutne krize često se spominju dva moguća scenarija – latinoamerički i azijski. Istočnoevropskim zemljama je daleko bliži azijski scenario. Brzina rešavanja nagomilanih ekonomskih problema svakako utiče na vreme trajanja krize. Pravi put ka tome je maksimalno stimulisanje izvozno orijentisane privrede, povećanje izvozne konkurentnosti, iskorišćenje komparativnih prednosti koje pojedine privrede imaju i naravno, mudro vođenje monetarne politike. U tom smislu su vrlo bitni kontinuitet i istrajnost u odbrani ekonom-

skih interesa zemlje. Pomoć sa strane (na primer od MMF-a) može biti dobrodošla, ali ni u kom slučaju ne sme biti presudna.

### **2. MONETARNA STABILNOST I FINANSIJSKA RAVNOTEŽA**

Postoji tvrdnja da je ljudski vek kratak da bi čovek mogao da pročitava sve što je u svetu u poslednjih 100 godina napisano o inflaciji. Stabilnost cena kao osnova sigurnosti privređivanja i očuvanja životnog standarda su sa pravom u tako velikoj meri zaokupljivali pažnju ekonomske nauke. Međutim, sa pojavom monetarizma i poveravanjem ovog problema jednoj instituciji (centralnoj banci), čini se da je ovaj problem bar privremeno, na zadovoljavajući način rešen. Monetarne vlasti su u poziciji da restriktivnom monetarnom politikom obaraju stopu inflacije do željenog nivoa.

Autonomija centralne banke koja je, neretko, i Ustavom zagarantovana praktično je stvorila uslove da je moguće problem inflacije rešavati. Ali, postavlja se pitanje cene takve politike. Restriktivna monetarna politika usporava privrednu aktivnost, smanjuje stope rasta, povećava nezaposlenost, pa se s pravom postavlja pitanje da li monetarna stabilnost ima primat u odnosu na ove ekonomske ciljeve. Ta pitanja najčešće dolaze od strane vlade kojoj su upravo prioriteti povećanje stope rasta i smanjenje stope nezaposlenosti. Vlada, pak, za ostvarenje ovih ciljeva raspolaže fiskalnom politikom. Projektovanje budžeta i

njegova realizacija su vrlo moćno sredstvo kojim se to i postiže. Ekspanzivna fiskalna politika vrlo stimulativno deluje na ekonomsku aktivnost. Finansiranje od strane države otvara nove poslove, povećava investicionu tražnju i blagotvorno deluje na ukupan ekonomski ambijent (Baele et al., 2004). Ali, ekspanzivna fiskalna politika podiže i stopu inflacije i povećava unutrašnju i spoljnu zaduženost (Eijfinger, Haan, 2000). Utisak je, dakle, da vlada svojom fiskalnom politikom predstavlja motor, a centralna banka restriktivnom monetarnom politikom kočnicu ekonomskog razvoja. Da li je baš tako?

Pogledajmo najpre ove kompleksne odnose iz perspektive centralne banke. Njen delokrug u većini zemalja precizira Zakon o centralnoj banci. Kao prioritetni zadatak ove institucije se najčešće nameće monetarna stabilnost. Dakle, direktna odgovornost za obezbeđenje monetarne ravnoteže, stabilnosti cena i deviznog kursa su u nadležnosti centralne banke. Ukoliko ovaj cilj nije ispunjen guverner centralne banke nije na zadovoljavajući način obavio posao vođenja monetarne politike. To ni u kom slučaju ne znači da centralna banka uvek mora voditi restriktivnu monetarnu politiku. Ali, ne može se centralnoj banci prigovoriti da je vođenjem restriktivne monetarne politike usporila ekonomsku aktivnost, ako je time obezbedila monetarnu stabilnost. Slična situacija je i sa politikom deviznog kursa. Deficit u platnom bilansu nikada nije posledica isključivo preценjene vrednosti nacionalne valu-



te. S druge strane, stabilnost deviznog kursa ne znači njegovu nepromenljivost. Naprotiv, stabilnost fluktuirajućeg deviznog kursa znači ekonomski logično kretanje ovog parametra na dugi rok u odnosu na stanje u platnom bilansu i sprečavanje velikih dnevnih oscilacija deviznog kursa koje mogu izazvati monetarni kaos. U kratkom roku kretanje deviznog kursa će biti logična posledica povećanja i smanjenja trenutne ponude i tražnje na deviznom tržištu. Na „plitkim“ tržištima te oscilacije su izraženije jer relativno mali prilivi i odlivi deviza značajno utiču na kretanje deviznog kursa u oba smera.

Monetarnom stabilnosti se dakle stvaraju neophodni uslovi za obezbeđenje stabilnih stopa rasta. To ni u kom slučaju ne znači da bi stopu inflacije restriktivnom monetarnom politikom trebalo svesti na nulu. Deflacija usporava privrednu aktivnost. Povećane kamatne stope smanjuju investicije, onemogućavaju otvaranje novih radnih mesta i u konačnom obaranju stope rasta. Ostaje onda još jedno pitanje. A šta raditi, ukoliko nagomilani dugovi (prekomerno anticipirana potrošnja) nameće smanjenje potrošnje? Preciznije, kako u uslovima finansijske neravnoteže obezbediti monetarnu stabilnost?

Ovi problemi iz perspektive vlade izgledaju potpuno drugačije. Svaka vlada ima želju da stimuliše investiciju aktivnost. Sa instrumentima koji joj stoje na raspolaganju, otvaranje novih radnih mesta i ubrzanje ekonomskih tokova zahteva ekspanzivnu fiskalnu politiku. Obaranje poreza, po-

većanje subvencija blagotvorno deluju na privređivanje, ali zaoštavaju pitanje budžetske ravnoteže. Ukoliko budžet nema kapacitete koji mogu da pokriju želje vlade, moguće je pristupiti zaduživanju na domaćem ili inostranom tržištu kapitala. Emisija trezorskih zapisa je elegantan mehanizam zaduživanja na domaćem tržištu kapitala, ali je pitanje cene (kamate) koja će biti plaćena za „kupovinu vremena“. Ako se tome dodaju i municipalne obveznice (hartije od vrednosti koje emituju lokalne zajednice) anticipiranje potrošnje može vrlo lako probiti dozvoljene granice i ugroziti monetarnu stabilnost. Tome takođe treba dodati i mogućnost prekomernog zaduživanja u inostranstvu. Kao idealno rešenje za odbranu stabilnosti deviznog kursa se sa liberalizacijom međunarodnih tokova kapitala nametnuo uvoz kapitala. Dakle, ekspanzivna fiskalna politika će stvoriti deficit u tekućem bilansu, ali zbog povećanja kamatnih stopa i priliv kapitala, koji će uravnotežiti bazični platni bilans. Jedina opasnost je što međunarodno kretanje kapitala može biti špekulativnog karaktera i stalna pretnja izazivanja monetarnog haosa. Ipak, ostaje nerešen problem finansijske neravnoteže.

Ukoliko vlada ne vodi prekomerno ekspanzivnu fiskalnu politiku, centralna banka neće morati da vodi previše restriktivnu monetarnu politiku zarad očuvanja monetarne stabilnosti. Činjenica da postoji institucija koja se isključivo bavi problemom monetarne stabilnosti nameće zaključak da je nju lakše ostvariti. Finansijska stabilnost je

tako ostala nepokrivena institucijom i instrumentima koji će pomoći u njenom ostvarenju. Čudno je da još uvek ne postoji konsenzus u mišljenjima na koji će se način rešiti ovaj problem. Postoje ideje da bi obezbeđenje finansijske stabilnosti takođe trebalo poveriti centralnoj banci. Takav pristup je vrlo diskutabilan jer bi monetarna stabilnost bila ugrožena. Naime, teško da jedna institucija istim instrumentima ostvari dva različita cilja. Staro je pravilo da bi za ostvarenje određenog broja ekonomskih ciljeva bilo neophodno raspolagati sa isto toliko instrumenata. Druga ideja je da bi trebalo formirati posebnu instituciju koja bi se bavila isključivo finansijskom stabilnošću. Ali, ostaje pitanje koje bi instrumente ta institucija mogla da koristi.

Povezujući sve do sada rečeno sa ekonomskom realnošću moramo poći od aktuelne globalne ekonomske i finansijske krize (Buch, C., M., 2008). Zahvaljujući činjenici da je dolar ostao jedina rezervna valuta, ogromnom prilivu stranog kapitala po brojnim osnovama, SAD su dve decenije trošile znatno više nego što je iznosio njihov bruto domaći proizvod, što se ispoljilo u vidu ogromnog deficita tekućeg računa platnog bilansa. Trošenje budućeg dohotka postala je praksa na svim nivoima u toj zemlji – od pojedinca, porodice, kompanije i države u celini. Sve veća razlika između ukupnog priliva stranog kapitala u zemlju od njegovog ukupnog odliva, omogućavao je višegodišnje veće trošenje od stvorenog BDP-a. Zbog toga se vrednost akcija i nekretnina u SAD

enormno povećavala. Zahvaljujući ogromnom prilivu stranog kapitala u banke na teritoriji SAD, stvoren je i ogroman kreditni potencijal, pa su banke preko svoje agresivne kampanje dokazivale da će cene stanova i kuća, a zbog toga i visine zakupnine dinamično rasti i da je racionalno uzeti kredit za njihovu kupovinu ili izgradnju. I kao posledica svega toga, odnos iznosa privatnih dugova prema BDP-u od početka 80-ih godina prošlog veka pa zaključno sa 2008. godinom povećao se sa 183% na čak 290%. Dugovi domaćinstava prema BDP-u su se istovremeno povećali sa 48% na 100%. I baš zbog toga, vrlo kompetentni stručnjaci smatraju da naponi federalnih rezervi da poboljšaju likvidnost imaju samo ograničeno dejstvo. Ogroman priliv stranog kapitala u SAD omogućavao je i rast jeftinog uvoza, što je gušilo domaću industriju i dovodilo do ogromnog spoljnotrgovinskog i platnog deficita, stimulisalo trošenje i destimulisalo štednju, što je sve skupa moralo da dovede do teške ekonomske krize. Zbog te krize, izgubljenog poverenja u vezi s tim, sumorne budućnosti koju najavljuju i MMF i niz vrlo uglednih ekonomista, Amerikanci ponovo uče kako da ponovo postanu štedljivi. Ali, ako se štedljivost zaista razvije, nastaće poznati Kejuz paradoks – anemična tražnja i zbog toga nemogućnost oživljavanja privredne aktivnosti.

Prekomerna zaduženost i špekulativni finansijski mehur koji je zbog nekontrolisanog rasta u jednom trenutku morao da pukne je nesumnjivi

uzrok krize. Finansijski sektor je, lišen bilo kakve kontrole, počeo da kreira ekonomsku stvarnost bez bilo kakvog kontakta s realnim sektorom. Hipotekarno poreklo krize i neminovni pad cena aktive je poput zaraze počeo da se širi svetom. Iako se činilo da zbog potpunog prebacivanja rizika na stranu zajmotražioca, finansijske institucije ne mogu biti na gubitku, bankrotstva banaka su dokazala da je konstrukcija kreirana u finansijskom sektoru bila kula od karata. Prekomerno zaduživanje, nemogućnost otplate kredita, aktiviranje hipoteka i pad cena aktive su pojačali deflatorne tendencije. Tako se kriza iz finansijskog sektora prenela i na realni.

Zaključak koji se iz ovog scenarija može izvesti je da monetarna stabilnost nije bila dovoljna da se obezbedi i finansijska stabilnost. Centralnoj banci je nametnut prioritetan cilj obaranja inflacije i stabilnosti deviznog kursa, dok su se finansijski tokovi kapitala maksimalno liberalizovali.

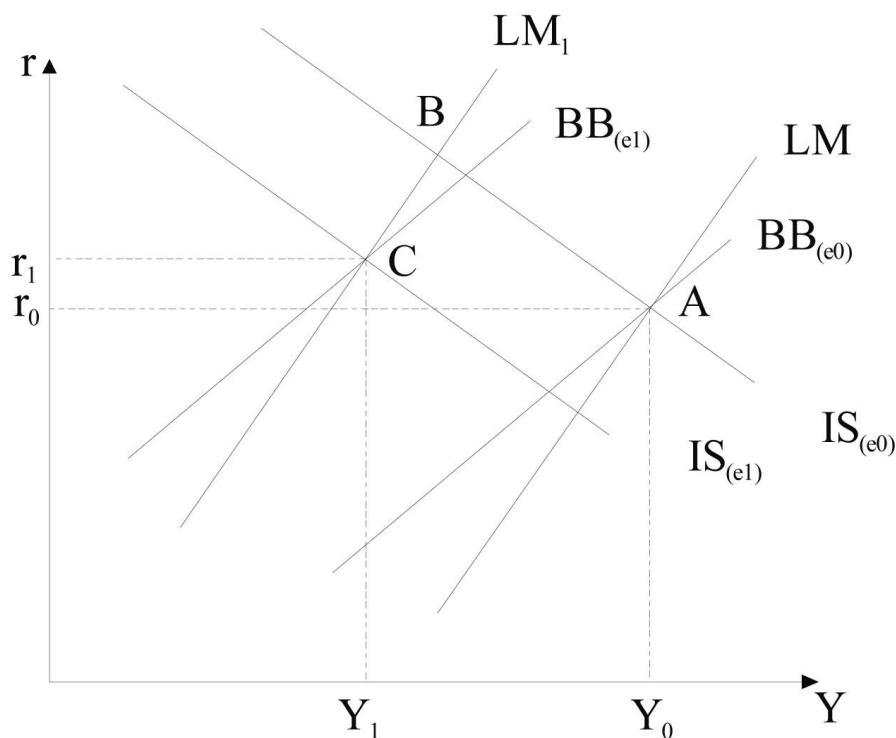
### **2.1 Deflacija i dugovi u $M - F$ modelu**

Odličnu osnovu za analizu problema koji tište većinu privreda daje teorijski koncept  $M - F$  modela. Mandel-Flemingov model pokazuje da snaga monetarne i fiskalne politike i te kako zavisi od režima deviznog kursa. Iako su Robert Mandel i Markus Fleming ovaj teorijski model razvili za sistem fiksnih deviznih kurseva, on odlično funkcioniše i u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa. Osnovu cele ideje predstavlja uspostavljanje eksterne i

simultane unutrašnje ravnoteže koja obuhvata ravnotežu na robnom i finansijskom tržištu. U režimu plivaćućih deviznih kurseva jedino monetarna politika deluje na dohodak, dok ekspanzivni uticaj fiskalne politike biva poništen rastom deviznog kursa. U režimu fiksnog deviznog kursa jedino fiskalna politika utiče na dohodak, dok je normalna snaga monetarne politike poništena činjenicom da ponuda novca mora da brani fiksirani devizni kurs. Mandel i Fleming su posebno istakli činjenicu po kojoj je brzina tokova kapitala mnogo veća od trgovinskih tokova. Međunarodni investitori su povećavali mogućnosti za ostvarivanje zarade afirmišući kamatnu arbitražu i koristeći nerealizovane šanse za ostvarivanje profita. Razlike u kamatnim stopama između zemalja prouzrokovale su masovne tokove kapitala. Nasuprot tome, trgovinski tokovi su reagovali mnogo sporije na nastale promene.

Na grafikonu 1. IS kriva označava skup tačaka koje predstavljaju različite kombinacije domaćeg bruto proizvoda ( $Y$ ) i kamatnih stopa ( $r$ ) sa kojima se postiže ravnoteža na robnom tržištu. Kriva LM označava skup tačaka na kojima se postiže ravnoteža na finansijskom tržištu, a kriva BB skup tačaka u kojima se uspostavlja ravnoteža u platnom bilansu sa različitim predznacima u tekucem i kapitalnom bilansu. Ako pretpostavimo da u tački A imamo ostvarenu ravnotežu na sva tri tržišta i stanje zaduženosti (fiskalni jaz), monetarne vlasti će biti primorane da vode restriktivnu monetarnu po-

**Grafikon 1: Dejstvo restriktivne monetarne politike u uslovima fluktuirajućeg deviznog kursa**



litiku. Ona podrazumeva smanjenje ponude novca kroz povećanje eskontne kamatne stope centralne banke, povećanje obaveznih rezervi poslovnih banaka kod centralne banke i sl. Takve promene na finansijskom tržištu će LM pomeriti ulevo i gore. Iz simultane ravnoteže u tački A, privreda će restriktivnom monetarnom politikom biti dovedena u stanje parcijalne ravnoteže u preseku krive  $LM_1$  (koja je formirana pomeranjem krive LM ulevo i gore) i krive IS. Ova unutrašnja

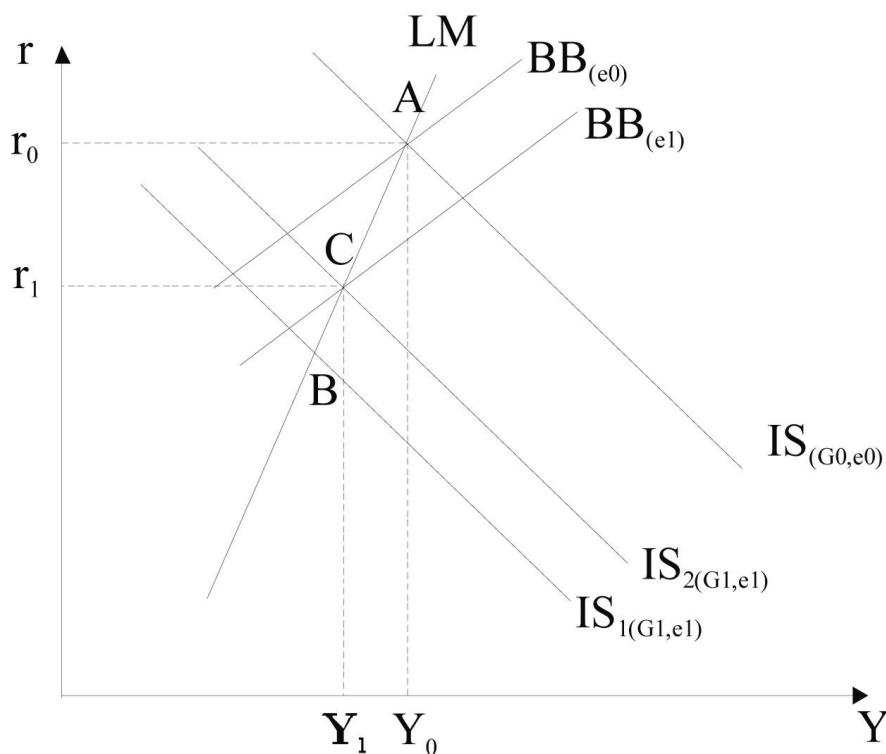
ravnoteža će se naći iznad krive  $BB$  što bi značilo da se platni bilans nalazi u stanju suficita. Suficit bi trebalo da je stvoren i u tekućem i u kapitalnom bilansu. Restriktivna monetarna politika je smanjenjem ponude novca dovela do povećanja kamatnih stopa što privlačno deluje na uvoz kapitala koji stvara suficit u kapitalnom bilansu. Istovremeno, smanjenje bruto domaćeg proizvoda koji je posledica manjeg obima investicija (zbog visokih kamatnih stopa) će direktno uticati na

smanjenje uvoza što bi vodilo ili smanjenju deficita ili pojavi suficita u tekućem bilansu. Promene na deviznom tržištu se kreću u pravcu smanjenja tražnje i povećanja ponude deviza što u konačnom vodi aprecijaciji fluktuirajućeg deviznog kursa.

Sve pomenute promene izazvane restriktivnom monetarnom politikom će se odraziti na smanjenje bruto domaćeg proizvoda što će pokrenuti me-

hanizam uspostavljanja nove simultane unutrašnje i eksterne ravnoteže. Povećana vrednost nacionalne valute će destimulativno delovati na izvoz, a stimulatивно na uvoz što će topiti suficit u platnom bilansu. Kriva  $VV$  će zato početi da se kreće nagore i levo. Ali to kretanje neće ići do tačke  $V$  jer se paralelno dešava još jedna promena. Zbog smanjenog bruto domaćeg proizvoda biće smanjena i budžetska po-

**Grafikon 2: Dejstvo restriktivne fiskalne politike u uslovima fluktuirajućeg deviznog kursa**



trošnja pa će se IS kriva kretati ulevo i dole. Nova simultana ravnoteža će biti uspostavljena u tački S u preseku sve tri krive što znači da će pomeranje IS krive smanjiti potrebu pomeranja BB krive do tačke V.

Restriktivna monetarna politika prema M-F modelu u konačnom vodi ka smanjenju društvenog proizvoda i povećanju kamatnih stopa. Mogao bi se staviti prigovor da takva politika ne omogućava privredni rast. Ali, ne treba zaboraviti da smo krenuli od pretpostavke da je restriktivna monetarna politika izazvana eksternim i budžetskim dugom. Ako smo unapred potrošili ono što nismo proizveli, u narednom periodu moraćemo da više proizvodimo, kako bismo smanjili spoljnu i zaduženost države. Do sličnih zaključaka se dolazi i ako se problemi rešavaju restriktivnom fiskalnom politikom (grafikon 2).

Restriktivna fiskalna politika smanjuje domaći bruto proizvod i kamatnu stopu. (pomeranje IS krive ulevo i dole na novi položaj IS1). Ponovo naglašavamo da je restriktivna fiskalna politika iznuđena mera, posledica prekomernog spoljnog i zaduženja države. Nova ravnoteža koja se uspostavlja u preseku IS1 i LM krive, na nižem nivou bruto domaćeg proizvoda i kamatnih stopa, privremenog je karaktera. Pošto se nova unutrašnja ravnoteža (presek IS1 i LM krive) nalazi ispod VV krive, u platnom bilansu će biti ostvaren deficit. Može izgledati čudno zašto u platnom bilansu postoji deficit ako je smanjenje bruto domaćeg proizvoda smanjilo uvoz. I zaista, u tekućem bilansu

će verovatno postojati suficit, ali pad kamatnih stopa koji ima daleko snažnije dejstvo će uticati na odliv kapitala iz zemlje i stvoriće daleko veći deficit u kapitalnom bilansu. Na deviznom tržištu će se zbog viška tražnje nad ponudom deviza javiti deprecijacija vrednosti nacionalne valute, odnosno povećanje deviznog kursa.

Kretanje ka uspostavljanju nove simultane ravnoteže započinje promenom deviznog kursa. Sama promena deviznog kursa će početi da pomera krivu VV nadole i desno. Ponovo se nameće pitanje da li će kretanje krive VV ići do tačke V koja je privremena ravnoteža. Odgovor je ponovo ne. Povećanje deviznog kursa će stimulatивно delovati na izvoz i destimulatивно na uvoz što će se odraziti kako na društveni proizvod, tako i na stanje u platnom bilansu. Povećanje izvoza će se multiplikovano odraziti na društveni proizvod (povećaće ga u zavisnosti od veličine granične stope uvoza). Povećanje društvenog proizvoda će omogućiti i povećanje budžetske potrošnje što će krivu IS1 pomeriti udesno i gore na novi položaj IS2. Do presečne tačke krive IS2 i krive LM će se kretati i kriva VV. U tački u kojoj se seku sve tri krive će biti uspostavljena nova simultana i eksterna ravnoteža. Međutim, mora se konstatovati da se nova ravnoteža uspostavlja na nižem nivou bruto domaćeg proizvoda i nižem nivou kamatnih stopa kratkoročno posmatrano. Na dugi rok ipak će doći do blagog rasta kamatnih stopa i društvenog bruto proizvoda, ali samo do nivoa koji ne prelazi početnu ravnotežu (tačka A).

## ZAKLJUČAK

Veliki broj autora je saglasan da su mere štednje koje su preduzele zemlje Evrozone praktično doprinele produbljivanju krize i usporavanju rasta. Naime, one nisu postigle svoj cilj, odnosno smirivanje situacije na tržištu obveznica. Mere restriktivne fiskalne politike su simultano usporile rast ne samo u zemljama periferije, već i u onim u srcu Evrozone. Očigledno je da se kriza u Evrozoni može stabilizovati jedino putem veće fiskalne centralizacije Evropske unije. Finansiranje zemalja periferije Evrozone, putem intervencija ECB, bez promene Lisabonskog sporazuma, nije dugoročno rešenje. Trenutna kupovina obveznica ugroženih država na sekundarnom tržištu od strane ECB-a deluje u pravcu smanjenja pritiska na njihove kamatne stope. Ukoliko ne bude veće fiskalne integracije, kupljene obveznice ostaće u posedu ECB-a, što predstavlja transfer fiskalnih troškova (Volz, 2004).

Nivo javnog duga prema BDP-u i uspeh mera koje imaju za cilj smanjivanje budžetskih deficita i povećavanje fiskalne discipline razlikuje se po zemljama u regionu (Begg, I., 2004). Uprkos merama, u mnogim zemljama i dalje su prisutni značajni fiskalni rizici. Fiskalni deficit prelazi 4% BDP-a u Hrvatskoj, Letoniji, Litvaniji, Poljskoj, Rumuniji i Srbiji, dok javni dug prelazi 50% BDP-a u Albaniji, Mađarskoj i Poljskoj. Osim ovih klasičnih indikatora, za utvrđivanje rizika nesolventnosti poželjno je analizirati i

kratkoročne obaveze države, kao i iznos javnog duga u stranoj valuti. Fiskalni rizici bi bili dosta niži u regionu, da su države u periodu pre početka krize tokom 2008. godine, čuvale deo poreskih prihoda kako bi ih koristile u periodima privrednog usporavanja. Umesto toga, suficiti su korišćeni za stimulisanje, pre svega lične potrošnje. U cilju sprovođenja disciplinovane fiskalne politike, kako bi se ovakve greške smanjile u budućnosti, MMF je predložio primenu fiskalnih pravila (koja se najčešće primenjuju usvajanjem zakona o fiskalnim pravilima). Istraživanja su pokazala da fiskalna pravila utiču pozitivno na fiskalnu disciplinu. Bez čvrstih institucija, naime, raznim kreativnim računovodstvom kao i vanbudžetskim stavkama, mogu se zaobići fiskalna pravila. Iako nisu *panacea*<sup>1</sup> Panacea, po grčkoj boginji lečenja, Panacei, hipotetički je lek koji bi lečio sve bolesti i produžio život beskonačno. Tražili su ga alhemičari, uz eliksir života i kamen mudrosti, mitsku supstancu koja bi omogućila pretvaranje metala u zlato, fiskalna pravila, čak i kada se ne poštuju apsolutno, ipak, uvode neku vrstu plafona potrošnje tokom faze ekspanzije.

Restriktivna monetarna i fiskalna politika direktno utiču na smanjenje

---

<sup>1</sup> Panacea, po grčkoj boginji lečenja, Panacei, hipotetički je lek koji bi lečio sve bolesti i produžio život beskonačno. Tražili su ga alhemičari, uz eliksir života i kamen mudrosti, mitsku supstancu koja bi omogućila pretvaranje metala u zlato.



domaćeg bruto proizvoda. Nameće se pitanje, kako bismo onda mogli da fiskalnom i monetarnom politikom prevaziđemo deflaciju i dugove. Ako preformulišemo pitanje ono bi glasilo: kako povećati investicionu i ekonomsku aktivnost bez povećanja zaduženosti? Jedno od rešenja moglo bi biti strano direktno investiranje. Ono ne samo da povećava zaposlenost i bruto domaći proizvod, već donosi i izvozno tržište i povećava devizni priliv. Time se u najkraćem roku ostvaruje održivost unutrašnje i spoljne likvidnosti i solventnosti. Uloga centralne banke bi u tom procesu bila očuvanje monetarne stabilnosti. Finansijska stabilnost bi, do pronalazjenja nekog sistemskog rešenja za njeno održanje, bila obezbeđivana povećanjem deviznog priliva i bruto domaćeg proizvoda.

### LITERATURA

- [1] Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., Monnet, C., (2004), *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank, Occasional Paper Series, No.14
- [2] Beetsma et al. (ed.), (2004): *Monetary Policy, Fiscal Policies and Labour Markets: Macroeconomic Policymaking in the EMU*, Cambridge: Cambridge University Press.
- [3] Begg, I., (2004), „*The EU Budget: Common Future or Stuck in the Past?*“, Briefing Note. Centre for European Reform.
- [4] Buch, C., M., (2008), *Globalization of Financial Markets, Causes of Incomplete Integration and Consequences for Economic Policy*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg
- [5] Eijffinger, S. C. W., Haan, J., (2000.), *European Monetary and Fiscal Policy*, Oxford University Press.
- [6] Volz, U. (2004.), *European financial integration and the financing of local businesses in the new EU member states*, European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper No. 89
- [7] Tobin, James, (1969), „A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,“ *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1 (February), pp. 15–29.

Rad primljen: 23.09.2013.  
UDK: 336.761 ; 336.711(4) ; 336.27  
ID BROJ: 203288332  
Stručni rad

# **SUVERENA DUŽNIČKA KRIZA I ULOGA EVROPSKE CENTRALNE BANKE**

## ***SOVEREIGN DEBT CRISIS AND THE ROLE OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK***

**Dr Dragan MOMIROVIĆ**  
**Fakultet za poslovno industrijski menadžment, Mladenovac**

### **Rezime**

U ekonomsko monetarnoj uniji ECB je zadužena za vođenje jedinstvene monetarne politike, dok su za vođenje fiskalne politike zadužene vlade zemlje članica. Ugovorom o funkcionisanju Evropske unije i uspostavljenih kriterijuma konvergencije definisani su monetarni fiskalni kriterijumi koji obavezuju države članice da ih strogo primenjuju. Nepoštovanje ovih kriterijuma i eskalacija finansijske krize, nakon kolapsa Lehman 2008 godine izbacili su na površinu dugoročno nagomilane fiskalne tenzije u nekim zemljama Evrozone, pre svih Grčke, Irske, Španije, Italije i Portugalije. Fiskalne tenzije su se reflektovale putem visokog suverenog duga, odnosno prekomernog budžetskog deficita i, ozbiljno pretile da se prošire i preliju na ostale zemlje članice noseći potencijalne opasnosti koje su mogle da ugroze realni sektor. ECB je na suverenu dužničku krizu odgovorila postojećim ali i novim nestandardnim merama ubrizgavajući visoke sume likvidnosti, kupovinom dužničkih suverenih obveznica na finansijskom tržištu.

**Ključne reči:** ECB, SUVERENI DUG, FISKALNA POLITIKA, KRIZA, OBVEZNICE, NESTANDARDNE MERE

### *Summary*

*Economic and monetary union, the ECB is responsible for the conduct of the single monetary policy, while the fiscal policy is responsible Member State government. Treaty on the Functioning of the European Union and established convergence criteria are defined monetary fiscal criteria which oblige Member States to strictly enforce. Failure to comply with these criteria, and the escalation of the financial crisis after the collapse of Lehman in 2008 as they are brought to the surface long-term accumulated fiscal tensions in some euro area countries, primarily Greece, Ireland, Spain, Italy and Portugal. Fiscal tensions were reflected by high sovereign debt and excessive budget deficits, and seriously threatened to expand and spill over to other member states supporting the potential risks that could threaten the real economy. The ECB is the sovereign debt crisis by existing and new non-standard measures of injecting large amounts of liquidity by purchasing sovereign debt bonds in the financial market.*

**Key words:** ECB, SOVEREIGN DEBT, FISCAL POLICY, CRISIS, BONDS, NON-STANDARD MEASURES

### UVOD

Velika ekonomsko-financijska i suverena dužnička kriza u Evrozoni su pokazale mnogobrojne nedostatke u funkcionisanju integrisanog i jedinstvenog EU tržišta. Ti nedostaci su se prevažno odnosili na institucionalne okvire i neminovno, između ostalih, pokrenule i pitanje uloge fiskalne politike.

Na nivou Evrozone definisana je monetarna unija, koja sledi jedinstvenu monetarnu politiku koju sprovodi ECB. Ugovorom su određena pravila i nadležnost ECB-a u delu fiskalne politike. Međutim, za vođenje fiskalne politike ne postoji nadnacionalna institucija kao pandan ECB-u. EU raspolaže samo sa nekoliko instrumenata za oblikovanje fiskalne politike. Verovalo se da usvojeni kriterijumi konvergencije, posebno

u delu fiskalne politike su bili dovoljni da obezbede fiskalnu održivost. Vođenje fiskalne politike je usidrena isključivo na nivou nacionalnih ekonomija Evrozone sa punim suverenitetom vlada. One su neposredno bile odgovorne za fiskalnu stabilnost. Verovalo se da ako je stabilna fiskalna politika na nivou svake zemlje članice onda je to dovoljno za stabilnost na nivou EU. Vođenje nezavisne fiskalne politike od strane vlada članica predstavlja ograničenje za vođenje jedinstvene fiskalne politike na nivou EU. Istovremeno, jedinstvena monetarna politika ograničava vlade članice zemalja vođenja monetarne politike. Koncept uspostavljene fiskalne politike na nivou EU je predstavljao potencijalnu opasnost u slučaju udara asimetričnog šoka u bilo kojoj članici Evrozone.

Vlade članice zemalja EU su vodile fiskalnu politiku prilagođavajući je sopstvenim interesima. Mnoge vlade nisu poštovale a neke nisu ni uspostavile do kraja kriterijume konvergencije, posebno u delu fiskalne politike. Pakt za stabilnost i razvoj koji je trebao da olakša primenu kriterijuma konvergencije nije sproveden do kraja kako valja. Potrošnja vlada je finansirana zaduživanjem. Procenat rasta javnog duga je rastao po mnogo većoj stopi od rasta BDP-a. Visoko učešće javnog u BDP-u je ugrožavalo konkurentnost i privredni rast. Sve ove anomalije su bile u senci. Eskalacija finansijske krize, posle kolapsa Lehmana 2008 god, pojačala je tenzije prekomernog zaduživanja pojedinih zemalja članica Evrozone koje su konačno izašle iz senke na čistinu. To je dodatno uticalo na dalje preispitivanje nadzorne arhitekture EU.

Apsorpcija udara asimetričnih šokova u Evrozoni nisu mogli da se ublaže ili ograniče delovanjem tržišnog mehanizma. Pretnje prelivanja suverenog duga na ostale zemlje članice i mogućnost ugrožavanje evra su pokrenule ECB da reaguje na nagomilane fiskalne nevolje. Eskalacija krize suverenog duga u pojedinim zemljama članicama su dovele u pitanje ozbiljnost funkcionisanja transmissionog mehanizma monetarne politike ali i ugrozile opstanak evra. ECB je odgovorila nestandardnim merama monetarne politike sa ciljem ublažavanja, ograničenja i sprečavanje prelivanja suverenog duga na druge zemlje članice i na realni sektor. U tom trenutku ECB je igrala ulogu kreditora u krajnjoj instanci u korist bankarskog i vla-

dinog sektora. Ta njena uloga je proizašla iz moralnog hazarda oba sektora.

Međutim, u heterogenoj monetarnoj uniji ECB ne može adekvatno svojim merama i instrumentima da odgovori na čiste državne specifične šokove. Iskazane fiskalne slabosti tokom drugog talasa suverene dužničke krize u Evrozoni nakon maja meseca 2010. god. sa eskalacijom duga u Grčkoj i još nekim zemljama pokrenule su široke rasprave o fiskalnoj politici u EU. Poseban akcenat u raspravi je stavljen na ulogu i značaj intervencije ECB na tržištu novca.

### 1. POGLED NA MONETARNI OKVIR EU

Evropski sistem Centralnog bankarstva (ESCB-The European System of Central Banks) se sastoji od Evropske centralne banke (ECB-European Central Bank) i centralnih banaka zemalja članica EU. Bez obzira na koncept organizacije ona nije federalna unija. Ugovorom o funkcionisanju Evropske unije (dalje ugovor) definisane su ključne odredbe koje regulišu način korekcije fiskalnih destimulacija i distorzija. Na nivou EU vodi se jedinstvena monetarna politika za razliku od fiskalne politike koja je u potpunoj nadležnosti zemalja članica. Odredbama ugovora, definisani su konkretni i strogi zadaci ECB-a u pogledu fiskalne politike, i to: (ugovor)

- stroga zabrana monetarnog finansiranja, odnosno kupovina dužničkih instrumenata od javnog sektora (član 123),
- zabrana povlašćenog pristupa jav-

nim ustanovama i vladama Unije (član 124),

- zabrana da Unija preuzme odgovornost niti da snosi obaveze javnih ustanova i vlada, sem u delu uzajamne finansijske garancije za izvršenje zajedničkog projekata (član 125),
- fiskalna rezervisanja za izbegavanje vladinih preteranih deficita (član 126),
- Pakt za stabilnost i rast.

Zabrana monetarnog finansiranja onemogućava ECB da kupuje vladine dužničke obveznice na primarnom tržištu i ograničava njenu intervenciju na sekundarnom tržištu HoV. Svrha ovih zabrana je obezbeđenje podrške specifičnim ciljevima monetarne politike koji su u skladu sa osnovnim ciljem održanje stabilnosti cena. Međutim, ograničene intervencije na sekundarna tržišta vladinih dužničkih HoV ne mogu da se koriste za izbegavanje zabrana intervencija na primarnom tržištu.

Zbog toga, ECB je donela novi program, Trajnih novčanih transakcija (OMT-Outright Monetary Transactions) usvojen septembra 2012. god. u vreme kada su pet zemalja EU već u recesiji, Grčka, Španija, Italija, Kipar i Portugalija. Ova mera nije u suprotnosti sa dodeljenim mandatom ECB-a. Donošenjem OMT ima za cilj očuvanje funkcionisanja transmisionog mehanizma, putem nesmetanog prenosa kamatnih stopa u svim zemljama Evrozone i očuvanje jedinstvene monetarne politike uz obezbeđenje osnovnog cilja, stabilnosti cena. Pored toga, OSM omogućava neograničene kupovine

suverenih dužničkih obveznica na sekundarnom tržištu. Za ove kupovine su podobne jedino suverene dužničke obveznice sa rokom dospeća između jedne i tri godine. ECB je mogla da ih kupuje na sekundarnom tržištu uz niže troškove zaduživanja zemalja članica. Mere ograničenih transakcija na sekundarnom tržištu suverenih dužničkih obveznica odnose se na transakcije kratkoročnih dospeća, s tim što novac ide investitorima a ne suverenim emitentima. U okviru sprovođenja ovih mera ECB ima potpunu nezavisnost. Istovremeno OMT zahteva eksplicitnu uslovljenost sprovođenja mera i nameće dodatne napore vladama da obnove fiskalnu održivost.

Ugovor, takođe, ECB dodeljuje odgovornost, da pored osnovnog cilja, „treba da doprinese stabilnosti finansijskog sistema“ (član 175) kao i rezoluciju banaka. ESB je obavezna da analizira i izveštava o finansijskoj stabilnosti. U nekim slučajevima, proceduralno je bilo predviđeno da ECB potvrdi intervencije Evropskog sistema finansijskih stabilnosti (EFSF-European Financial Stability Facility), da će ona očuvati finansijsku stabilnost u Evrozoni.

Ugovor, ne sadrži odredbe koje bi obezbedile zajedničku akciju u borbi protiv rizika finansijske stabilnosti u prekograničnoj saradnji i u Evrozoni. Koncept koji garantuje finansijsku stabilnost na nivou Evrozone, donešen je pod pritiskom finansijske krize. Ovaj koncept je prvi put spomenut februara 2010. god. a postao je operativan programom za pomoć Grčke i uspostavljanjem EFSF-a 2010. god.

Veća saradnja za finansijski nadzor je uspostavljena nakon preporuka De Larisove komisije. Uspostavljen je Evropski sistema finansijskih supervizora (ESFS-European System of Financial Supervisors) novi institucionalni koncept za poboljšanje koordinacije mikroprudencijalnog nadzora finansijskih institucija, kao i za uspostavljanje mikroprudencijalnih tela u svim zemljama članicama EU sa nadležnostima da postave okvir za procenu finansijskih rizika. ESFS se sastoji od tri mikroprudencijalna autoriteta za superviziju finansijskih institucija (ESA) i mreže nacionalnih finansijskih supervizora. Evropske supervizorske vlasti (ESA-European Supervisory Authorities), čine:

- Evropska bankarska agencija (EBA - European Banking Authority),
- Evropska komisija za tržište i hartije od vrednosti (ESMA-European Securities and Markets Authority),
- Evropska agencija za osiguranje i penzije (EIOPA-European Insu-

rance and Occupational Pensions Authority (Momirović)

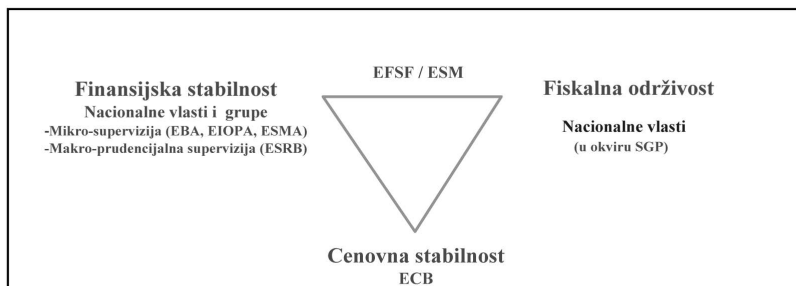
Uspostavljen je Evropski odbor za sistemski rizik (ESRB-European Systemic Risk Board) nova koordinirajuća organizacija EU koja prati i procenjuje sistemske rizike i ranjivosti evropskog finansijskog sistema i daje preporuke i upozorenja za njihovo ograničavanje i ublažavanje.

Figura 1 ilustruje institucionalnu strukturu koja sada preovladava u Evrozoni. Za stabilnost cena odgovorna je ECB. Odgovornost za fiskalnu održivost dodeljena je vladama svake pojedinačne zemlje koje su pod zajedničkim nadzorom. Takođe, za finansijsku stabilnost su zadužene pojedinačno i zajednički vlade u okviru predviđenih odgovornosti.

## 2. ODNOS SUVERENOG DUGA I MONETARNE POLITIKE

Postoji jaka veza između stabilnosti tržišta suverenog duga i nesmetanog funkcionisanja monetarne politike. Ta veza je karakteristična za sve centralne

**Slika 1. Monetarne, fiskalne i finansijske interakcije u EMU**



*Izvor:* Cour-Thimann, P I Winkler B., The ECB, s non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure

banke pa i ECB. Ona se ogleda u važnoj ulozi državnih obveznica u transmisiji mehanizma monetarne politike. Identifikovana su četiri kanala kroz koje funkcionisanje tržišta državnih obveznica mogu ometati transmisioni mehanizam monetarne politike, i to: (Goure)

1. kanal kamatnih stopa,
2. kanal bogatstva,
3. kolateralni kanal,
4. kanal bilansa banaka.

Putem kanala kamatnih stopa državne obveznice imaju glavnu ulogu u prenošenju transmissionog mehanizma na realnu ekonomiju. U Evrozoni posle 2008. god. pod uticajem finansijske zaraze i preterane reakcije tržišta, prinosi na suverene dužničke obveznice nekih zemalja su postali veoma veliki sa visokim i promenljivim premijama. Efekti ovih promena su uticali na monetarnu politiku kroz ometanja prenosa signala transmissionog mehanizma na realnu ekonomiju.

Kanal bogatstva se odnosi na mogućnost odluke potrošača da iz predostrožnosti više štede, usled velikog pada cena suverenih obveznica, bez obzira na podsticajne efekte monetarne politike na povećanje potrošnje.

Državne dužničke HoV su glavni izvori obezbeđenja za banke i najviše se koriste za osiguranje kredita kod drugih banaka i ECB. Oštar pad cena suverenih obveznica obično se povezuje sa sniženjem rejtinga suverenog emitenta. Pad rejtinga podleže višestrukoj proveriti i smanjuje snagu refinansiranja. Time je oslabljen kolateralni kapacitet državnih obveznica.

Promene visine državnog duga, negativno se odražavalo na strani aktive

banaka. Od 2009. god. postoji tesna veza između mera banaka i suverenog kreditnog rizika. Ta veza je dvostruka i ona predstavlja glavni kamen spoticanja u rešavanju krize u Evrozoni. Na jednoj strani, porast suverenog kreditnog rizika utiče na bankarski kreditni rizik putem njihove izloženosti vladinim dugom (Goure). S druge strane, oslabljeni bankarski sektor se opterećuje sa istim problemima s kojima su i vlade opterećene. Ova dva efekta deluju sinergetski i situaciju još više komplikuju. Povećanje rizika u bankarskom sektoru odražava se na mogućnost njihovog refinansiranja. Refinansiranje je otežano iz dva razloga. Prvi razlog se odnosi na podobnost kolaterala. Erozija kolaterala, pokriven suverenim dužničkim obveznicama, može da ugrozi povećanje finansiranja bankarskog sektora. Drugi razlog neobebeženo finansiranje nije izvodljivo usled visoke percepcije rizičnosti bankarskog sektora. To dovodi do ozbiljnog ugrožavanja kreditiranja realnog sektora i stanovništva u Evrozoni, imajući u vidu, da je bankarski sektor glavni izvor finansiranja.

## 2. UZROCI SUVERENOG DUGA

Uzroci suverene dužničke krize u Evrozoni su tri različita dešavanja.

Prvo dešavanje vezano je za nedostatak discipline vlada država članica u upravljanju javnom potrošnjom i prihodima. Pojedine zemlje EU su podržavale rast i finansirale socijalnu potrošnju putem duga. Takav pristup ih je doveo u tešku situaciju suverenog duga.

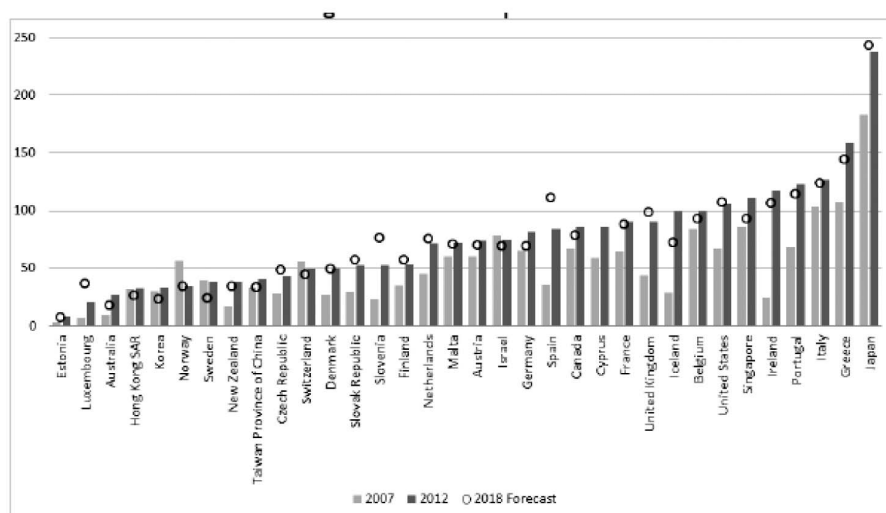


One su završile sa visokim javnim dugom uz konstantan pad rasta i konkurentnosti. U nekim, zemljama je javni dug porastao sa 20% u BDP u 1980. god. na preko 90 % BDP danas. U isto vreme DBP je rastao u proseku 2,3 u 1980. god, 1,9 % 1990. god i 1,8% u 2000. god., do krize. Posledice nediscipline vlade osetila je prva Grčka.

ovome ide i tvrdnja da se ove zemlje nikada nisu u potpunosti prilagodile zahtevima jedinstvenog tržišta EU.

Treći i najvažniji događaj, koji je imao snažan podstrek za izlazak iz senke prethodno navedena dva dešavanja, je finansijska kriza iz 2007. god. Finansijska kriza od jeseni 2008. god. je imala veoma snažan uticaj na poremećaj dužničk-

Grafikon 1: Trend javnog duga



Izvor: International Monetary Fund, World Outlook, April 2013

Drugo, dešavanje je uključivalo postepenu i kontinuiranu eroziju konkurentnosti, koja nije samo karakteristična za Grčku, već i za Portugaliju i Italiju. Erozijska konkurentnosti je uticala na slabljenje strukturalnog ekonomskog rasta koji je kasnije doveo u pitanje održivost suverenog duga. U prilog

ih suverenih obveznica i pogoršanje njihovog kreditnog rizika. Prinosi na suverene dužničke HoV su postali diferencirani a neke su dostigle ekstremne vrednosti. To je uticalo na njihov rejting i ponovno utvrđivanje rizika. Fiskalna ekspanzija vlada ugroženih zemalja u borbi protiv suverene krize još više je po-

goršala već previsoki nivo javnog duga. Posvećenost vlada da podrže sistemske važne institucije su povećavale potencijalne obaveze. Veliki deo finansijskih sredstava ubrizgan je iz vladinih budžeta ugroženih zemalja u njihove ranjive finansijske sisteme. Posledice vladinih finansijskih intervencija iz budžeta su se neposredno odrazile na slabljenje vladinih prihoda i prouzrokovalo povećanje javnog duga.

Smanjen je potencijal za održivi privredni rast, konkurentnost i na održivost javnih finansija. To je neposredno uticalo na jačanje duboke recesije u 2009. god. koja se naglo ispoljila u oštar pad budžetskih prihoda. Alarmanтно stanje ovakvog suverenog duga se najpre pojavilo u Grčkoj i Irskoj, a u manjoj meri i u Španiji. Stanje u ovim zemljama je bilo toliko zabrinjavajuće da je predstavljalo ozbiljnu pretnju za fiskalnu održivost. Kriza fiskalne održivosti u tim zemljama je postala otvorena pretnja za celokupnu finansijsku stabilnost u Evrozoni. Visok stepen finansijske integracije i jedinstveno tržište bili su idealni kanali za širenje pretnji finansijskih zaraza. Visok nivo suverenog duga u jednoj članici Evrozone nije delovao negativno samo u njoj već se neposredno odražavao, prelivanjem i na druge članice sa zdravijom ekonomijom.

Pored toga, tržišta suverenih državnih obveznica u nekim zemljama članica bila su nelikvidna sa visokom volatilnošću. U nekim zemljama likvidnost je pretila da potpuno presuši u nekim periodima. Generalno, došlo je do kombinacije osnovnih uzoraka i tržišnih poremećaja. (Draghi)

Dramatično kretanje prinosa na suverene dužničke obveznice nisu bile samo barometar za procenu likvidnosti i kreditnog rizika. Oni su vršile i negativan uticaj na druge tržišne segmente, bankarski sektor i transmisiju monetarne politike.

Sumnje o održivosti duga neke članice, neposredno se odražavala i na solventnost bankarskog sektora širom Evrozone. Rasprave o uključivanju privatnog sektora u slučaju suverenog duga Grčke i funkcionisanje Evropskog mehanizma za stabilnost (ESM-European Stability Mechanizam) snažno su podstrekivali potencijalno i stvarno prelivanje efekata između samih zemalja članica i između nestabilnih vlada i nestabilnih finansijskih sistema.

### **3. UTICAJ SUVERENE KRIZE NA ECB, EVRO I KRITERIJUMI KONVERGENCIJE**

ECB kao i svaka druga centralna banka ima osnovni cilj održanje stabilnosti cena na celom području Evrozone. U ostvarivanju svog cilja, stabilnosti cena, ona je bila veoma uspešna od samog osnivanja. Od uvođenja zajedničke valute, evra, ona je inflaciju držala pod kontrolom. Inflacija je u proseku bila oko 2%. ECB je bila mnogo uspešnija u ostvarivanju glavnog cilja od mnogih centralnih banaka širom sveta, pa čak i od Bundesbanke. Zbog svoje uspešne monetarne politike ona je stekla kredibilitet, ugled i poštovanje u međunarodnim okvirima. Do izbijanja krize suverenog duga u pojedinim zemljama Evrozone, u maju 2010. god. Evropska cen-

tralna banka (ECB), je do tada svu svoju pažnju usredsređivala na krizni menadžment i rezolucije. ECB je tvrdila ili pretpostavljala da je kriza suverenog duga posledica nedostatka u okviru same Evrozone. Manje je pažnje poklanjala mogućnosti uticaja suverene dužničke krize na nju samu. U tom kontekstu, ECB i evro nisu, niti su mogli da budu problem i izvori talasa suverene dužničke krize i fiskalne neodrživosti.

Čini se da je upravo obrnuto. Po mišljenju mnogih ekonomista i drugih finansijskih stručnjaka mnogo je veći negativan uticaj suverene dužničke krize na evro i ECB. Negativan uticaj suverene dužničke krize odražavao se na ECB preko dva kanala. Prvi kanal, je stvarao potencijalna žarišta finansijske nestabilnosti u Evrozoni. To je problem za ECB. ECB ima mandat da svim svojim raspoloživim merama i instrumentima promoviše stabilnost finansijskih politika usvojenih od strane drugih nadležnih organa, istovremeno vodeći računa da ne ugrozi svoj osnovni cilj stabilnost cena. Drugi kanal je čak i veći od fundamentalne perspektive evra, zato što je on uticao na uslove postojanja i opstanka evra i ECB, a to je sposobnost da održi se stabilnost cena. Zbog toga, su i usvojeni tzv. konvergentni kriterijumi koji predstavljaju osnovne fundamente za opstanak evra i vođenje jedinstvene ukupne monetarne politike u Evrozoni.

Kriterijumi konvergencije su određeni ugovorom, član 140 (1) i aneksom protokola. Oni uključuju:

1. nisku inflaciju-stopu inflacije u zemlji pre prijema ne sme da bude veća

od 1,5 procentnih poena od prosečne stope inflacije u tri članice EU sa najnižom inflacijom,

2. dugoročne kamatne stope ne smeju da budu veće od 2% poena od prosečne kamatne stope u tri zemlje članice EU sa najnižom inflacijom,

3. budžetski deficit zemlje članice ne sme da bude veći od 3% BDP-a javni dug ne sme da pređe 60% BDP-a,

4. stabilnost deviznog kursa i učešća u Mehanizmu deviznih kurseva. (ugovor)

Monetarni kriterijumi konvergencije imaju za cilj da osiguraju nastavak konvergencije kamatnih stopa i inflacije zemalja članica. Fiskalni kriterijumi konvergencije imaju zadatak da nametnu fiskalnu disciplinu. Ugovorom je predviđeno da Evropska komisija kontinuirano nadgleda ispunjenje ovih kriterijuma konvergencije i da sankcioniše države koje se ne pridržavaju i ne poštuju te zahteve ili u slučaju prekoračenja deficita javnog duga ne vrate u zadate okvire. Ovi zahtevi ograničavaju fiskalnu slobodu članica i autonomnost monetarne politike.

Da bi se usvojeni kriterijumi konvergencije efikasnije implementirali formiran je Pakt za stabilnost i rast. Njegova uloga je da olakša procedure i da pomogne usklađivanje finansijskih kriterijuma vlada nakon uvođenja evra. Ove kriterijume svaka zemlja članica Evrozone ili koja teži da to postane, treba da poštuje na održivoj osnovi

Međutim, u praksi nije baš bilo previše poštovanja kriterijuma konvergencije u mnogim zemljama Evrozone. Pakt nije u potpunosti ispoštovan, posebno u delu kriterijuma vladinih fi-

nansija od strane mnogih zemalja Evrozone. Ostali kriterijumi konvergencije su manje-više ignorisani. Kriterijum kamatnih stopa je u bliskom odnosu sa kriterijumom vladinih finansija. Trenutno, veliki broj zemalja Evrozone ova dva kriterijuma ne poštuje. Posebno kriterijum dugoročnih kamatnih stopa. Značaj i uloga druga dva kriterijuma inflacije i deviznog kursa su bili osporavani pre uvođenja evra. Smatralo se da će nakon usvajanja evra ova dva kriterijuma imati tendenciju automatizma. Argument za takav stav je proizašao iz teorije endogenosti optimizacije valute. Kasnije se uvidelo da je endogena teorija optimizacije bila falsifikovana a da navedena dva kriterijuma nisu poštovana uopšte tokom vremena. Upravo to nepoštovanje ili ignorisanje predstavlja prelomnu tačku na kojoj su se stvari promenile i krenule naopako.

### **5. ODGOVOR ECB NA KRIZU SUVERENOG DUGA**

Pojava drugog talasa krize tzv. kriza suverenog duga je ponovo pokrenula aktivnosti ECB u uspostavljanju adekvatnog transmissionog mehanizma. Jačanje krize suverenog duga je primorala ECB da ponovo aktivira nestandardnih mera sa ciljem da se spreči širenje negativnih efekata sa domaćih tržišta državnih obveznica na druga tržišta.

#### **a. Program tržišta hartija od vrednosti (SMT)**

Nagomilane tenzije suverenog duga i pretnje fiskalne eskalacije su primorale

le ECB (Evropska centralna banka) da odgovori intervencijama na tržištu obveznica problematičnih članica kroz Program tržišta hartija od vrednosti (SMP-The Securities Markets Programme)<sup>1</sup>. U maju 2010. god. ECB je odlučila da počne sa programom SMP u cilju rešavanja nagomilanih tenzija u određenim tržišnim segmentima koji su negativno delovali na transmisioni mehanizam monetarne politike.

Nakon odluka šefova država ili vlada zemalja Evrozone da pribegnu uključivanje privatnog sektora za Grčku, tenzije suverenog dužničkog tržišta su se još više intenzivirale u leto 2011. god. Ova odluka je izazvala još veću nesigurnost na novčanim tržištima. Kada se suverena dužnička kriza proširila i pogodila Italiju i Španiju u leto 2011. god., sa rizikom da njihova tržišta državnih obveznica postanu nefunkcionalna sa svim negativnim implikacijama na monetarnu politiku, ECB je odlučila da aktivno sprovodi svoj program SMP. Ova odluka je doneta, čini se, sa nekoliko meseci zakašnjenja.

Program SMP obuhvata likvidnost, odnosno neutralne intervencije ECB-a u Evrozoni javnih i privatnih dužničkih hartija od vrednosti sa ciljem da obezbedi dubinu i likvidnost u disfunkcionalnim tržišnim segmentima i da obez-

---

<sup>1</sup> SMP je uspostavljen kada je napetost suverenih dugova u pojedinim zemljama, članica EU, ozbiljno pretio da ugrozi nesmetano, homogeno, funkcionisanje prenosa monetarne politike, sa ciljem da podrži likvidnost u onim tržišnim segmentima koja su postala disfunkcionalna i dislocirana.

bedi povratak pravilnog funkcionisanja mehanizma transmisije politike. (Panicio) SMP intervencije su ograničene samo u Evrozoni javnog i privatnog duga Hov. Program je posledica potpunog presušivanja sekundarnih tržišta državnih obveznica pojedinih zemalja. Velika ponuda državnih obveznica gotovo nema kupce. Prinosi su dostigli nivoe koji su brzo postali neodrživi.

U ublažavanju nastalih poremećaja, SMP koji je bio na snazi od samog početka nastanka debalansa, doveo je do izvesne stabilizacije tržišta kao i neposredno i značajno uticao na pad prinosa na suverene dužničke obveznice. SMP se sprovodio paralelno sa novouspostavljenim telom Evrozone, Evropskim fondom za finansijsku stabilnost (EFSF-European Financial Stability Facility) kroz koja vlade ugroženih zemalja mogu da obezbede uzajamnu pomoć u finansiranju programa prilagođavanja.

Bez obzira što je SMP korišćen kao monetarni cilj, ipak on je obezbedio dovoljno vremena vladama ugroženih zemalja da tragaju i pronađu trajna rešenja za suverenu dužničku krizu i povratu održivost javnih finansija. Kreatori politike ECB-a su javno i glasno pozivali vlade ugroženih zemalja da iskoriste vreme da obezbede neophodna fiskalna i makroekonomska prilagođavanja i podrže stabilizaciju finansijske instrumente. Ovaj javni poziv je posebno značajan zbog institucionalne strukture ECB-a i njenog ograničenog delovanja definisanog odredbama ugovora. Nažalost praksa je demantovala pozive

ECB-a, jer vlade zemalja suverenog duga nisu u dovoljnoj meri iskoristile obezbeđen tajmaut. Grčke vlasti u svom programu nisu odlučnije implementirale fundamentalne promene koje bi značajnije poboljšale naplatu poreza i jačale konkurenciju. S druge strane, Nemačka je ostala dosledna u stavu, da je učešće privatnog sektora u snažnom restrukturiranju duga bilo neminovno i ekonomski opravdano.

Opravdanje nije bilo samo slučaj grčkog duga, već želja da se stvori opipljiv rizik za investitore kako bi oni ponovo mogli da postignu diferencijalne prihode od obveznica u evrozoni. Ovi događaji pokazuju ograničenost akcija SMP-a ali i ECB-a na tržištu državnih obveznica bez eksplicitnog uslovljavanja usklađivanja da vlade imaju koristi. Uvođenje SMP-a ima i pozitivne strane. SMP je pomogla da se neko vreme izbegne nekontrolisano povećanje prinosa od suverenih dužničkih obveznica. To je doprinelo, takođe, da se izbegne povećanje opštih troškova privrede. Time se neposredno delovalo na otklanjanje negativnih uticaja na stabilnost cena. Pored toga, SMP je ograničavala širenje talasa dužničke zaraze na ostale zemlje Evrozone i na taj način doprinela održanju funkcionisanja transmisivnog mehanizma. Poslednja kupovina SMP obavljena je u februaru 2012. god. a program je ukinut septembra iste godine.

Program ne predstavlja kvantitativno popuštanje, ali se ne može odvojiti od operacije sterilizacije, imajući u vidu ogromna finansijska sredstva koja su upumpana u bankarski sektor stresnih

## FINANSIJE

**Slika 2. Program tržišta hartija od vrednosti:  
kupljene i sterilisane HoV (bilion evra)**

| 2010              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                   | Jan   | Feb   | Mar   | Apr   | May   | Jun   | Jul   | Aug   | Sep   | Oct   | Nov   | Dec   |
| <i>Purchased</i>  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 35.5  | 55.3  | 60.2  | 60.8  | 63.3  | 63.3  | 67.2  | 74.0  |
| <i>Sterilised</i> | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 26.5  | 51.0  | 60.5  | 60.5  | 61.5  | 63.5  | 66.0  | 60.8  |
| 2011              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                   | Jan   | Feb   | Mar   | Apr   | May   | Jun   | Jul   | Aug   | Sep   | Oct   | Nov   | Dec   |
| <i>Purchased</i>  | 76.5  | 77.5  | 77.0  | 76.1  | 74.9  | 74.2  | 74.0  | 115.6 | 160.7 | 173.5 | 203.3 | 211.9 |
| <i>Sterilised</i> | 76.5  | 77.0  | 76.5  | 71.4  | 75.0  | 74.0  | 74.0  | 110.5 | 156.5 | 169.5 | 194.5 | 211.0 |
| 2012              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                   | Jan   | Feb   | Mar   | Apr   | May   | Jun   | Jul   | Aug   | Sep   | Oct   | Nov   | Dec   |
| <i>Purchased</i>  | 219.1 | 219.3 | 214.2 | 214.2 | 212.1 | 211.3 | 211.3 | 208.8 | 209.5 | 209.3 | 208.5 | 208.5 |
| <i>Sterilised</i> | 219.0 | 219.5 | 213.5 | 214.0 | 212.0 | 210.5 | 211.5 | 209.0 | 209.0 | 209.5 | 208.5 | 208.5 |

*Izvor:* Panicio C., Purificato F., The Debt Crisis and the European Central Banks Role o Lender of Last Resort, Workingpaper series, Political Economy Research Institute Massachusetts 2013

zemalja članica. Istovremeno, program se „nije bavio podsticanjem vlada da se uključe u neophodne reforme i rebalans svojih finansija.“ (Asmusse, 2012, str 4) Bez obzira što je SMP imao značajnu finansijsku podršku u bilansu ECB-a, program, nije uspeo da na održiv način stabilizuje finansijske nevolje i istovremeno je proizveo određene neželjene efekte. Septembra 2012. god. SMP program je ukinut.

### **b. Program Dugoročnih operacija refinansiranja (LTRO)**

Značajne, efikasne i trajne intervencije su privremeno olakšale situaciju na tržištu suverenih dužničkih obveznica. Međutim, u jesen, 2011. god., bez obzira na interventne mere OSM, bankarski sistem Evrozone je sve više pod pritiskom poremećenih odnosa između vlada i nacionalnih finansijskih sistema. Pritisak je pojačan

i putem portfolija izloženosti stranih vlada.

Depresivne cene suverenih dužničkih obveznica, oslabljeni bilansi banaka i ugroženost opstanka banaka u nekim zemljama su viđeni kao remetilački faktori koji podrivaju i onako krhku stabilnost. Uz to, zategnutost i nedovoljna fleksibilnost pojedinih vlada u Evrozoni još više su doprinele pogoršavanju stvari. Vlade tih zemalja uz ugrožene banke viđene su kao nesposobne da reše nagomilane nevolje i obezbede stabilnost.

Spiralni trend se proširio i van područja kriznih zemalja, poput Francuske, Belgije i Austrije. Posledice prelivanja su pad cena suverenih dužničkih obveznica u navedenim zemljama. Tokom 2012. god. cene bankarskog kapitala su opale čak do 70%. Bankarski kreditni svopovi su premašili Lehman limite koji su na

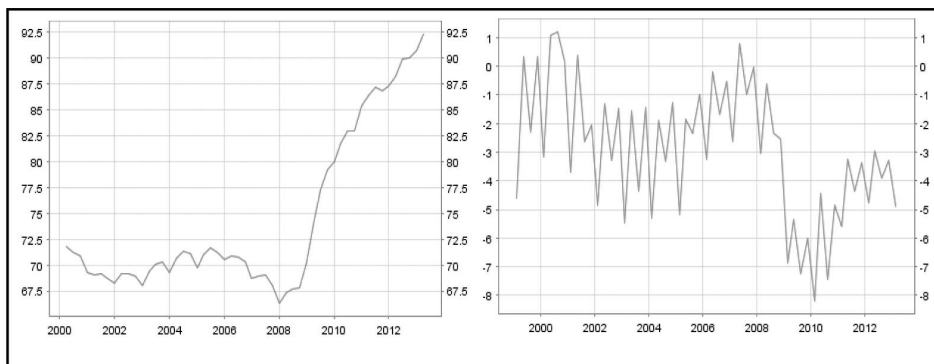
međubankarskom tržištu postali nefunkcionalni. U većini delova Evrozone bankarski izvori su presušili. Izdavanje pokrivenih obveznica od strane banaka praktično je bilo ograničeno a nepokrivenih je bilo zatvoreno. Bankama su manjkala finansijska sredstva, koja su ugrožavala njihovu likvidnost. Takav razvoj događaja doveo je do neke vrste diferenciranja banaka u Evrozoni i odlivanje sredstava iz nekih bankarskih sistema. Ponekad, to je delovalo i na pogoršano smanjenje depozita klijenata. Bankarski sistemi iz kojih su se odlivala finansijska sredstva još više su kuburila sa likvidnošću. Paradoks je što su finansijski sistemi koji su primaoci tih odliva imali višak likvidnosti. To je uticalo na još veće razlike u Uniji i loše se odrazilo na funkcionisanje jedinstvenog i integrisanog tržišta Evrozone i jedinstvene monetarne politike.

Ovaj spiralni negativni trend uticao je na reakciju Evropske agencije za

nadzor banaka (EBA - European Banking Authority) putem dodatnog bafera (amortizera) povećanjem tzv. Tier 1, ratio kapitala na 9%. Žustra reakcija EBA imala je stabilizirajući smisao sa idejom da obezbedi evropskom bankarskom sektoru prekopotrebnu, iscrpljenu likvidnost. Ona je bankarskom sektoru stavila na raspolaganje 100 milijardi evra koji su morali da se iskoriste u roku manjem od jedne godine. Procena je da je ovakav potez EBA uticao na smanjenje rizika zaduženosti za 1 trilion evra. Ova procena bazirala se na smanjenom iznosu rizične aktive banaka. Smanjena rizična aktiva banaka uticala je na poboljšanje poslovnih performansi banaka i njihovog ratio kapitala. Reakcija politike zasnivala se na četiri ključna faktora:

1. dve operacije refinansiranja (LTROs) sa rokom dospeća od tri godine kao i mogućnost prevmene otplate posle isteka jedne godine,

**Grafikon 2: Suvereni dug i vladini deficiti u evrozoni**



Izvor: European System of Central Bank (ESCB) Eurostat



2. smanjenje stope obavezne rezerve sa dva na jedan %,

3. povećanje dostupnosti kolaterala koji omogućavaju centralnim bankama da prihvate dodatne kreditna prava po bankarskim kreditima na sopstvenu odgovornost, kao i proširen set prihvatljivih ABS,

4. podsticanje razvoja alternativnih izvora za procenu kreditnih koristi u izboru prihvatljivog kolaterala.

U decembru 2011. god. ECB je uspostavila novi program Dugoročne operacije refinansiranja, poznat kao LTRO (LTRO-Long-term Refinancing Operation) u iznosu od 1.000 milijardi evra sa ciljem podstrekivanja oporavka finansijskih tržišta problematičnih članica suverenog duga. Ove intervencije su preduzete iz straha od mogućnosti prelivanja suverene krize na celo međubankarsko tržište Evrozone.

Dve operacije LTRO zakazane za februar 2012. god. pružile su mogućnost i garancije bankama da obezbede dovoljnu likvidnost na srednji rok. To im je omogućilo da izbegnu smanjenje kreditnih linija usled dospeća obveznica. Novine ovih mera su se sastojale iz dve mogućnosti: prva, vreme trajanja dodatno osiguranih reprogramiranja po postojećoj fiksnoj stopi procedure pune raspodele i druga, opcija između ugovornih strana, da se pozajmljeni iznos može vratiti u bilo koje vreme posle isteka godine. U dve operacije dodeljeno je oko jedan trilion evra. U drugoj operaciji, u mesecu februaru 2012. god. učestvovalo je oko 800 banaka za male sume novčanih iznosa, od toga 460 banaka

su bile iz Nemačke. Male sume pozajmljenih novčanih iznosa su bile indikator da su se programu odazvale i male banke. To je bio pozitivan znak. Posebno, ako se ima u vidu značaj ozdravljenja malih banaka čiji je glavni posao da finansiraju mala i srednja preduzeća.

Smanjenje stope obavezne rezerve obezbedilo je još dodatnih 100 milijardi evra likvidnosti bankama. Pored toga, u okviru dodatnih kreditnih potraživanja upumpano je još 113 milijardi evra. Gledano zajedno, preduzete mere su omogućile unapređenje kreditne podrške i poboljšanje snabdevanja banaka kvalitetnim likvidnim sredstvima.

### **c. Program Trajnih novčanih transakcija (OMT)**

Juna i jula 2012. god. nastavljeno je dalje proširenje skupa podobnih ABS. U septembru iste godine, prihvaćena je denominacija u stranim valutama određenih HoV (HoV- hartije od vrednosti) izdatih u Evrozoni u kontekstu Trajnih novčanih transakcija OMT (OMT-Outright Monetary Transactions). Ova mera imala je za cilj da eliminiše cene negarantovanih rep rizika na tržištu dužničkih obveznica.

OMT podrazumeva intervencije na tržištu suverenih dužničkih obveznica sa preostalim rokom dospeća do tri godine. Pored toga, OMT zahteva od vlada da prihvate programe koji uključuju mehanizme za podršku stabilnosti Evrozone. Istovremeno ti zahtevi nameću snažna i efikasna uslovljavanja. Čvrsta uslovljavanja su neophodna radi očuvanja nezavisnosti.

U leto 2012. god, bez obzira na preduzete aranžmane obezbeđenja likvidnosti banaka, pojavile su se izvesne fragmentacije u uslovima finansiranja domaćinstava i preduzeća u celoj Evrozoni. Banke su se suočile sa sve težim finansijskim uslovima obezbeđenja kredita realnom sektoru. Bankarski troškovi finansiranja su bili potisnuti pod stalnim pritiscima suverenog dužničkog tržišta. Neprekidne tenzije suverenog duga vršile su pritisak na pogoršanje kvaliteta bilansa banaka. Posledice ovih pritisaka su se neposredno odrazile na smanjenu mogućnost obezbeđenja kvalitetnijih kolaterala. Slabiji kvaliteti kolaterala otežavali su pristup banaka sredstvima likvidnosti na tržištu kapitala. Nominalna denominacija suverenih dužničkih obveznica iz evra u druge valute, pre svega u dolare, u pojedinim zemljama Evrozone, još je više zakomplikovalo već složenu situaciju, povećanjem rizika. Složena i krajnje neizvesna situacija je uticala na politiku kamatnih stopa ECB-a koja nije imala odgovarajuću transmisiju.

Uviđajući opasnost od dalje zaraze, ECB je septembra 2012. god, odlučila da interveniše na sekundarnom finansijskom tržištu suverenih dužničkih obveznica. Intervencija je sprovedena pod strogim i efikasnim pravilima OMT. Mere intervencije su imale za cilj obezbeđenje istovetnost funkcionisanja transmissionog mehanizma na celom području Evrozone. Istovremeno, interventne mere ECB-a su imale svrhu ozbiljnog rešavanja vidljivih poremećaja na tržištu suverenih dužničkih

obveznica koje su proizašle iz straha investitora zbog ireverzibilnosti evra. Pored ovih, ECB je uvela posebnu meru tzv. „backstop“. Ova mera podrazumeva način izbegavanja mogućih destruktivno potencijalnih scenarija koji mogu da izazovu nestabilnost cena i da emituju negativne signale o ireverzibilnosti evra. Implikacije visoke stope backstop je da vlade i dalje imaju podsticaj da povećaju nivo svojih primarnih bilansa za stabilizaciju i da se uključe u strukturalne reforme. (Draghi) Pri tom, usvojen je i skup pravila „no ex ante kvantitativna ograničenja“ na veličinu trajnih novčanih transakcija. Ove intervencije su od suštinske važnosti da poboljšaju i osiguraju efikasnost tržišta suverenih dužničkih obveznica. Ove intervencije su sterilisane kako njihove mere ne bi uticale na ukupnu monetarnu politiku. Takođe, ovim merama je obezbeđena i transparentnost. ECB je na tržište suverenih dužničkih obveznica, spremna da hitno interveniše, nakon pojave prvih negativnih signala. Ona teži da smanji ili ograniči jačanje negativnih tenzija i neželjene tržišne anomalije. OMT ima kapacitet da rešava i rep rizike, koji su počeli da se ispoljavaju sve više, vršeći tihe ali opasne pritiske na prinose suverenih dužničkih obveznica. Posledice su otežan pristup bankarskog sektora sekundarnom tržištu suverenih dužničkih obveznica. Primena OMT, takođe, može da doprinese poboljšanju usklađivanja finansijskih uslova domaćinstvima i preduzećima sa boljom kamatnom politikom na celoj teritoriji Evrozone.

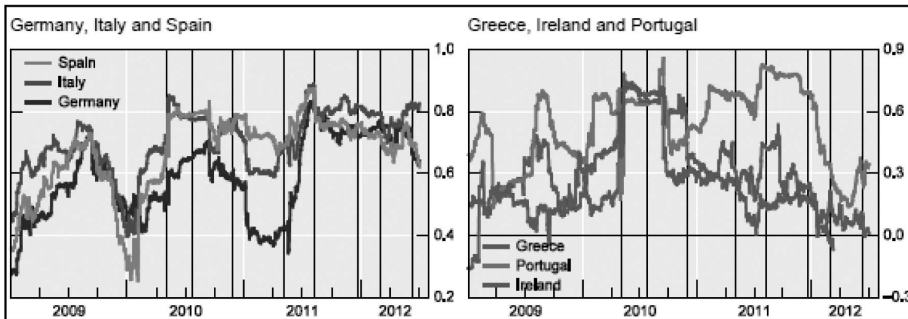
Za nepunu godinu dana od primene OMTs rezultati su vidljivi: (Draghi)

- Sprid u tržišta suverene krize su znatno pali. Od uvođenja OMT, sprids se na dugoročne obveznice Španije, Italije i Irske su pale za oko 250 do 300 baznih poena a u Portugaliji za skoro 600 baznih poena,
- Sprid na korporativna dužnička tržišta su pali za oko 150 do 200 baznih poena u važnim tržišnim segmentima i olakšalo firmama da podignu sredstva sa tržišta,
- Banke su u mogućnosti da ponovo pristupe tržištu za finansiranje i povećanje kapitala

lini. Zbog toga, neophodan uslov za stabilizaciju tržišta suverenih dužničkih obveznica je stroga i efikasna uslovljavanja vezana za Evropski sistem finansijskih supervizora (EFSF-European Financial Stability Facility i European Stability) i Evropskog stabilizacionog mehanizama (ESM-European Mechanism Stability). Primena ovih programa zahteva mogućnost kupovine na primarnom finansijskom tržištu. Zajednička primena ovih programa je bilo predviđeno, privremeno do konačnog preuzimanja poslova EFSF od strane ESM.

Od 1. jula 2013. god. EFSF-u je prešao njegov prvobitni mandat i on neće

**Grafikon 3: Odnos između suverenog duga i bankarskog CDS sprida**



*Izvor: Caruana, J., Rixtel A., International financial markets and bank funding in the euro area: dynamics and participations, BIS, 2012*

### 6. FINANSIRANJE KROZ EFSF/ESM

Međutim, samo mere ECB ne mogu efikasno da poprave transmisioni mehanizam. Potrebna je dosledna podrška vlada, koje treba da preduzimaju neophodne korake kako bi se stabilizovala Evrozona pojedinačno i u ce-

više finansirati nove programe, s tim, što će ostati aktivan na finansiranju tekućih programa Portugalije, Italije i Grčke. Ovo je u skladu sa Ugovorom o osnivanju EFSF. Pored toga, ESM zamjenjuje i Evropski stabilizacioni mehanizam (EFSM-European Facility Stability Mechanism).

Od tog datuma ESM je jedini i stalni mehanizam za reagovanje na nove zahteve članice zemalja za finansijsku pomoć. Finansijski kapacitet ESM je 700 milijardi. Maksimalni kapacitet kreditiranja iznosi 500 milijardi evra.

Finansijske injekcije ESM Irskoj, a posebno Španiji i Portugaliji, pomogle su da se na izvestan način ponovo vrate na tržište, jer su one ponovo u stanju da izdaju dugoročne obveznice. Kamatne stope u ovim zemljama su opale za dve trećine.

### 7. FISKALNA DOMINACIJA VLADA

Iz teorije i prakse je dobro poznata činjenica da su monetarna i fiskalna politika ključne u obezbeđenju makroekonomske i finansijske stabilnosti. Njihovo usklađivanje i sinergetski efekat su ključni za održivi razvoj.

Za razliku od privrede sa jednom fiskalnom vlašću ili federalne unije, Evrozona obuhvata više suverenih država. Dug svake države Evrozone ima različite specifičnosti i rizik likvidnosti.

Problem ECB/EMU je upravo taj što se monetarna politika vodi, jedinstveno, na nivou cele unije a fiskalna politika posebno u svakoj zemlji članici. Odgovornost za stabilnost cena leži na ECB dok odgovornost za fiskalnu održivost leži na vladama. Svaka vlada vodi nezavisnu fiskalnu politiku koja je pod zajedničkim nadzorom. Takav pristup otvara mnogobrojne probleme. Na nivou ECB/EMU nedostaju alati fiskalne politike a na nivou zemalja članica alati monetarne politike. Potpuna ekonom-

ska unija zahteva, nadnacionalni fiskalni organ, koji bi se bavio, delimično ili u celosti problemima fiskalne politike. Za početak, možda bi se moglo uspostaviti jedno nadnacionalno fiskalno telo na koje bi bile prenete nadležnosti finansiranja socijalnog i zdravstvenog osiguranja. Znači deo fiskalnih prihoda bi se prikupljao u nadnacionalnoj, nezavisnoj, fiskalnoj instituciji odakle bi se sredstva transferisala direktno zdravstvenim i socijalnim ustanovama. Međutim, pitanje je toliko ozbiljno da se skoro i ne razmatra. Vlade zemalja EU, ne bi se ni po koju cenu, po našem mišljenju, odrekle dela, a kamoli celog suvereniteta nad fiskalnim prihodima. Politika budžetskih prihoda i rashoda, javni dug u zemlji i u inostranstvu, sada su u isključivoj nadležnosti zemalja članica.

### 8. KONSENZUS PRE KRIZE

Problem intervencije ECB u korist vlada zemalja članica ne može da se prenebregne. Ovaj problem se odnosi na proces koordinacije između monetarne i fiskalne politike. Rasprava o ovom pitanju nije bila od nastanka dužničke krize. Ona se vodi još od početka funkcionisanja EMU i važni zaključci su usvojeni pre krize 2007. god. Uprkos raznovrsnih stavova, rasprave su pokazale da je postignut konsenzus po sledećim pitanjima: (Panicio)

1. Formulirati transparentna (nedvosmislena) pravila za koordinaciju,

2. da se poveća fleksibilnost (odnosno sposobnost pravila da razlikuju ci-

klične uslove i probleme privrede)

3. da se obrati pažnja na finansijsku održivost, izbegava procikličnost i uvedu strukturalne reforme i inovacije u formiranju fizičkog i ljudskog kapitala,

4. jačanje izvršenja i poboljšanja saradnje među akterima koordinacionog procesa i favorizovanje potrage za najpogodnije politike na celom području.

Prema mišljenju mnogih, za implementaciju uslova postignutog konsenzusa neophodno je formirati fiskalnu agenciju. Fiskalna agencija bi mogla uspešno da promoviše i da favorizuje korišćenje mera i instrumenata fiskalne politike. Na taj način bi se mogao poboljšati rast i izbeći asimetrični šokovi koji izazivaju recesiju i podstrekavaju strukturalne neravnoteže.

### 9. NOVI SPORAZUM-NADNACIONALNA INSTITUCIJA

Radi jačanja fiskalnog upravljanja 25 zemalja Evrozone potpisalo je Sporazum o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju, poznat kao Evropski fiskalni dogovor koji je stupio na snagu početkom 2013. godine. Potpisnice sporazuma su se obavezale da pokrenu strukturalno uravnotežene budžete i da uvedu odgovarajuća fiskalna pravila u svojim nacionalnim zakonodavstvima. Ta pravila zahtevaju da njihovi nacionalni budžeti budu u ravnoteži ili u suficitu u zavisnosti od definicije sporazuma. Uravnoteženi budžet sporazum definiše kao opšti budžetski deficit koji ne može da bude veći od 3% BDP-a strukturalni deficit manji od 1% BDP-a. Dodatni propisi će sigurno

ojačati fiskalni kapacitet upravljanja. Međutim, važno je da se nova pravila striktno poštuju kako bi se ojačao fiskalni kredibilitet Evrozone i umanjila strahovanja investitora oko fiskalne održivosti. Tu je i nova ideja o „reformi ugovora“ u okviru budžeta EU, koja ostaje na razmatranje ove godine. Predlog je da se u suštini napravi poseban račun budžeta EU koji će blagovremeno da podržava sprovođenje potrebnih strukturalnih reformi nakon ugovorenih aranžmana između članice zemalja i komisije. (Praet)

Posebno se mnogo očekuje od nove institucije Jedinствен nadzorni mehanizam (SSM-Single Supervisory Mechanism) koja propisuje bankarske nadzorne poslove ECB. Ovaj sporazum je bez predsedana u monetarnoj uniji istorijskih iskustva. On predstavlja jedan nadnacionalni nezavisni nadzor koji treba da povрати poverenje u bankarski sistem.

SSM predstavlja jak sistem zajedničkog nadzora kao ključ za povećanje poverenja u zdravlje banaka Evrozone koji je oštećen zbog nadzornih propusta u prošlosti. Međutim, dok se SSM i formalno ne usvoji ECB ne može formalno da donosi odluke. U tom kontekstu, uspostavljena je bliska i konstruktivna saradnja sa nacionalnim vlastima za osnivanje SMS. Saradnja uključuje usklađivanje na sledećim pitanjima;

- mapiranje bankarskog sistema evrozone za identifikaciju pojedinih finansijskih institucija,
- regulisanje pravnih pitanja u pogledu formiranja i razvoja novih nadzornih procesa na nivou SSM,

- priprema okvira izveštavanja i harmonizacije i unifikacija podataka,
- razvijanje modela nadzora,
- implementacija procene bilansa stanja.

### ZAKLJUČAK

Akomodativna monetarna politika ECB zajedno sa značajnijim poboljšanjem u finansijska tržišta treba da pomogne u podržavanju izgleda za ekonomski oporavak u 2014. god. Zbog toga, ECB će odlučno nastaviti da sprovodi nestandardne mere, odnosno sve operacije refinansiranja kao i fiksnog tendera sa punom raspodelom barem do sredine 2014. god. Ova mera će podržati nesmetano funkcionisanje transmisijonog mehanizma monetarne politike u ECB.

Međutim, mandat ECB nije da preuzima strukturalne reforme, konsolidacije budžeta i vrati bilanse banaka u zdravo stanje. Monetarna politika ECB može samo da spreči ili ograniči naglo smanjenje zaduženosti u uslovima nastanka finansijskih nevolja. ECB je svojim beskompromisnim odgovorima na krizu uspela da izbegne deflatorne spirale nadole i na taj način ostvari glavni cilj stabilnosti cena.

Monetarna politika ECB može da podrži napredak u reformama za očuvanje stabilnosti cena i zaustavljanje inflacije. Ali ona ne može da preduzima akcije koje moraju da urade drugi akteri.

U tom kontekstu ideje i predlozi idu u pravcu stvaranja ekonomske i monetarne unije. Jedan od četiri stuba ekonomske i monetarne unije je i fiskalna

unija. Fiskalna unija može efikasno da spreči i ispravi neodržive budžete. ECB može u skladu sa svojim ciljevima, da nastavi da pruža logističku i drugu podršku za efikasnije sprovođenje strukturalnih reformi.

### LITERATURA

1. Asmussen, J. „Stability guardians and crisis managers: central banking in times of crisis and beyond“, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the House of Finance, Goethe University, Frankfurt am Main, September 2012.
2. Caruana, J., Rixtel A., International financial markets and bank funding in the euro area: dynamics and participations, BIS, 2012
3. Caruna, J., „Unconventional monetary policies in time crisis“, BIS, 2009.
4. Cour-Thimann, P I Winkler B., The ECB, s non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure
5. Draghi, M., Speech at the 2013 International Monetary Conference, Šangaj 2013
6. Draghi, M., Speech Introductory remarks at the French Assemblée Nationale, 26 Jun, Pariz 2013
7. Drudi F., Durre, A., Mongeli, F., The Interplay of Economic Reforms and monetary policy the case of the Euro Area , ECB, 2012
8. Goeure, B., Spechh, Managing Sovereign Debt: A Seismic Shift in demand and Supply Dynamics“ Jun, Rio de Žanerio 2012

9. International Monetary Fund, World Outlook, April 2013
10. Momirović, D., „Nova arhitektura regulatornog i nadzornog dizajna Evropske unije – makro i mikroprudencijalni pristup“ Bankarstvo, 2011
11. Momirović „Široki konsenzus“ pre i tokom krize i budući izazovi centralnog bankarstva, Bankarstvo broj 4, 2013
12. Panicio C., Purificato F., The Debt Crisis and the European Central Banks Role of Lender of Last Resort, Workingpaper series, Political Economy Research Institute Massachusetts 2013
13. Praet P., „Managing financial crisis: the role of ECB“, Economics Conference of the Oesterreichische National bank, Vienna, ECB, 2012.
14. Praet, P., „The Challenges Ahead“ at Pioneer Investments Peking 2013
15. The Treaty on the Functioning of the European union, Official Journal of the European Union, 2007.



Rad primljen: 19.4.2013.  
UDK: 005.32:005.334]:336.71 ; 159.9.019:336.71  
ID BROJ: 203284748  
Stručni rad

# TESTIRANJE OTPORNOSTI NA STRES U BANKARSKOM SEKTORU I BAZELSKI SPORAZUMI<sup>1</sup>

## *STRESS TESTING IN BANKING SECTOR AND BASEL ACCORDS*

**Dr Lidija BARJAKTAROVIĆ, Fakultet za ekonomiju,  
finansije i administraciju, Beograd**  
**Maja PAUNOVIĆ, Fakultet za menadžment, Novi Sad**

### Rezime

Poslovni ambijent u kome bankarski sektor obavlja aktivnosti postao je veoma dinamičan. Da bi se poslovanje efikasno obavljalo, banke donose politiku upravljanja rizicima kao polazni akt koji treba bliže da definiše prepoznavanje i kontrolu ukupne izloženosti banke svim vrstama rizika. Za očuvanje finansijske stabilnosti široko je rasprostranjeno testiranje otpornosti na stres, koje analizira mogućnosti pojedinih finansijskih institucija ili celokupnog finansijskog sistema u cilju apsorbovanja različitih vrsta šokova. Pre početka svetske ekonomske krize i nastupanja recesije, većina stres testova koje su banke sprovodile širom sveta nisu bili osmišljeni tako da obuhvataju ekstremna tržišna dešavanja. Štaviše, scenariji sprovedenih stres testova su predviđali blaže ekonomske šokove: gubitke koji nisu prelazili 1/4 ostvarenog prihoda kao i kraće trajanje negativnih efekata krize.

**Ključne reči:** BANKARSKI SEKTOR, STRES TESTOVI, BAZELSKI SPORAZUMI

---

<sup>1</sup> Rad je deo projekta „Unapređenje konkurentnosti Srbije u procesu pristupanja Evropskoj uniji“, br. 47028, u vremenskom trajanju od 2011-2015, finansiran iz sredstava Ministarstva nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

### Summary

*The business environment in which the banking sector is performing has become very dynamic. Banks have adopted risk management policies as the initial act, in order to perform more efficient in markets. This act should be more closely define as the recognition and control of total bank exposure to all kinds of risks. Stress testing is the most commonly used method of diagnosing the possibility of some financial institution, or the entire financial system to absorb different kinds of shocks. Before the world economic crisis, the executed stress tests predicted lower negative effects (which did not exceed the level of one fourth of revenue) and shorter period of economic crisis. It was the result of not including the extreme events which can happen in the business of commercial bank and whole financial market. Moreover, stress test forecasted lower level of economic shocks: losses did not exceed 1 of the revenues and duration of the negative effects of the crisis was shorter.*

*This paper presents a chronological overview of the Basel framework that is based on determining minimal levels of capital to risk weighted assets. Special focus in the paper will be on the stress testing according to Basel II and Basel III Accords.*

**Key words:** BANKING SECTOR, STRESS TESTS, BASEL ACCORDS

### UVOD

Banka se u svom poslovanju susreće sa različitim vrstama rizika koji mogu dovesti do negativnih poslovnih rezultata. Upravljanje rizicima u bankarskom poslovanju obuhvata identifikovanje, merenje i procenu rizika sa ciljem minimiziranja njihovih negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke. Osnovni cilj upravljanja rizicima je utvrđivanje optimalnog nivoa prihvatljivosti rizika, koji u korelaciji sa određenom visinom kapitala može imati najpovoljnije efekte po poslovanje banaka.

Poslovni ambijent u kome bankarski sektor obavlja poslovne aktivnosti postao je veoma dinamičan. Bankarski sektor kao deo finansijskog sistema,

zbog svog smisla postojanja i prirode poslovanja, trebalo bi da amortizuje negativne faktore krize i pokrene ekonomski razvoj jedne zemlje.<sup>2</sup> Da bi se poslovanje efikasno obavljalo, banke donose politiku upravljanja rizicima kao polazni akt koji treba bliže da definiše prepoznavanje i kontrolu ukupne izloženosti banke svim vrstama rizika. Rizici kojima je banka izložena u svom poslovanju su rizik likvidnosti, kreditni rizik, tržišni rizici (kamatni rizik, devizni rizik i rizik od promene tržišne cene hartija od vrednosti, fi-

---

<sup>2</sup> Grubišić Z., Paunović M., [2011], Uticaj makroekonomskih i socijalnih faktora na razvoj bankarskog sektora u zemljama Centralne i Istočne Evrope u uslovima recesije, *Finansije*, Vol. 66, 1-6, str. 214

nansijskih derivata i robe), rizici izloženosti banke, rizici ulaganja banke, rizici koji se odnose na zemlju porekla prema kome je banka izložena, operativni rizik, pravni rizik, reputacioni rizik i strateški rizik. Stabilnost finansijskog tržišta i makroekonomske politike umnogome zavisi od solventnosti i likvidnosti banaka i sposobnosti da prevaziđu negativne efekte krize i da se izbore sa recesijom.

Svaka finansijska institucija, pa i banka, ima obavezu da održava minimalni nivo kapitala. Ovaj kapital finansijskim institucijama služi u slučaju nastanka neočekivanih gubitaka (negativni efekti svetske ekonomske krize) ili kao osnov za dalji rast i razvoj. Čak i u kriznim situacijama dobro kapitalizovane banke nesmetano mogu da kreditiraju privredne subjekte, čime premašuju opštu sigurnost u bankarskom sektoru. Upravljanje rizicima na međunarodnom planu je regulisano sporazumima o bankarskim standardima i adekvatnosti kapitala, Bazelskim sporazumima, kojima ćemo u daljem radu posvetiti veću pažnju.

### 1. BASEL I

Početkom osamdesetih godina 20. veka Evropa se suočila sa naftnim šokom, koji se ubrzo prelio na bankarski sektor i rezultirao bankrotstvom nemačke banke *Bankhaus Herrstat*. Kako bi izbegle veće potencijalne potrebe i negativne efekte na bankarskom tržištu, krajem 1974. godine Sjedinjene Američke Države i zemlje članice G10 (Belgija, Kanada, Francu-

ska, Nemačka, Italija, Japan, Holandija, Švedska, Švajcarska, Engleska) osnovale su Bazelski komitet za kontrolu banaka (*Committee of Banking Regulations and Supervisory Practices*) poznatiji kao Bazelski komitet<sup>3</sup> koji je jedan od komiteta Banke za međunarodna poravnanja (*Bank for International Settlements- BIS*).

Prvi dokument (Konkordat), koji nalaže potpunije zahteve supervizije bankarskog sektora, stupio je na snagu 1975. godine, da bi 1983. godine počeo da se primenjuje dokument Principi kontrole bankarskih stranih institucija, koji predstavlja revidiranu verziju Konkordata. Nekoliko godina kasnije svetu je pretila još jedna ekonomska kriza, ovoga puta bilo je reči o krizi prezaduženosti. Bazelski komitet, uvidevši da su koeficijenti adekvatnosti kapitala pogoršani, odlučio je da razvije novi model za merenje rizika (i adekvatnosti kapitala). Sistem za merenje adekvatnosti kapitala, poznat kao Bazelski sporazum I (*Basel I*), uveden je 1988. godine, a njegova primena otpočela je 1992. godine. Bazelski sporazum I, sporazum o kapitalu, definiše elemente kapitala banaka na sledeći način:

- osnovni kapital (nivo jedan ili jezgro kapitala- *Tier I*) u čijem sastavu se nalaze: obične akcije, sufcit, nepodeljena dobit (zadržane

---

<sup>3</sup> Bank of England [1995], Report of the board of banking supervision inquiry into the circumstances of the collapse of Barings, dostupno na sajtu: [http://www.prmia.org/pdf/Case\\_Studies/Barings\\_Case\\_Study.pdf](http://www.prmia.org/pdf/Case_Studies/Barings_Case_Study.pdf)

zarade), oblici prioritetnih akcija, manjinski interesi, nematerijalna aktiva;<sup>4</sup>

- dopunski kapital (nivo 2 – *Tier 2*) uključuje rezerve za kredite i gubitke na poslovima lizinga, srednjoročne prioritetne akcije, vrednosne papire akcijskog kapitala i druge instrumente sa ograničenim rokom držanja od 99 godina;
- ponderi za izračunavanje kreditnog rizika po bilansnoj aktivi<sup>5</sup>
- faktori kreditne konverzije za izračunavanje kreditnog rizika po vanbilansnim pozicijama;
- odnos između kapitala i ukupne aktive ponderisane kreditnim rizikom - pokazatelj adekvatnosti kapitala koji podrazumeva održavanje adekvatnog nivoa kapitala i rezervi s ciljem zaštite od nesolventnosti banke.

Pored uvođenja jedinstvenog načina za izračunavanje adekvatnosti kapitala, kao i utvrđivanja njegovog minimalnog nivoa, glavni cilj Bazel I sporazuma je jačanje finansijske stabilnosti i uspostavljanje lojalne konkurencije na bankarskom tržištu (nijedna banka na tržištu ne može da posluje ukoliko nema dovoljan obim kapitala). Prvi cilj Bazelskog

komiteta je bio da uspostavi kontakte između regulatornih vlasti zemalja članica, pri čemu je posebna pažnja bila posvećena kontroli bankarskog sistema. Funkcija Bazelskog komiteta za bankarsku superviziju bila je formulisanje „opštih standarda i smernica supervizije i predlaganje primera najbolje bankarske prakse u očekivanju da će zakonodavni organi u pojedinačnim zemljama preuzeti mere za njihovu implementaciju tako da najbolje odgovaraju specifičnostima domicilnog sistema“<sup>6</sup>.

U Bazelskom sporazumu I fokus je isključivo na kreditnim rizicima, zato što je dugogodišnje iskustvo banaka pokazalo da se korisnici bankarskih kredita obično ne pridržavaju preuzetih obaveza u celosti. Bazel I je do 1992. godine omogućio primenu okvira za utvrđivanje kreditnog rizika, pri čemu je minimalni iznos kapitalne adekvatnosti 8%.

Kapital/ Pondereisana aktiva  
(kreditni rizik)  $\geq$  8%

Krajem 1993. godine sve banke iz grupe zemalja G10 čije je poslovanje bilo međunarodnog tipa, ispunile su osnovne zahteve u vezi sa odlukom Bazelskog sporazuma I. Nakon osam godina, 1996, komitet je objavio dodatak

---

<sup>4</sup> Ljubić M., [2009], Primena Bazelskog sporazuma za međunarodne standarde kapitala na bankarsko tržište Srbije, *Finansijske* Vol. 1-6, str. 202-203 dostupno na sajtu: <http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/Finansijske31032010.pdf>,

<sup>5</sup> Aktiva banaka je podeljena u nekoliko grupa prema kriterijumu izloženosti riziku. Svakoj grupi aktive pripada jedan od navedenih pondera rizika (risk weight): potraživanja od državnih institucija zemalja G10 imao je ponder 0%, ponder za potraživanje banaka zemalja G10 imao je ponder 20%, dok su ostala potraživanja imala ponder 100%.

<sup>6</sup> Barjaktarović L. [2009], *Upravljanje rizikom*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 81

na Sporazum o kapitalu, koji pored kreditnog rizika svoj fokus proširuje na kapitalne zahteve koji pokrivaju izloženost banke tržišnom riziku i uvođenje novog instrumenta za merenje tržišnog rizika VaR (*value at risk*) pri čemu minimalni iznos kapitalne adekvatnosti ostaje nepromenjen.

Kapital/Pondereisana aktiva (kreditni i tržišni rizik)  $\geq 8\%$

Dve godine kasnije, 1998, Bazelski odbor za superviziju banaka objavio je dokument Upravljanje operativnim rizikom (*Operational Risk Management*) koji predstavlja osnovu za razvoj operativnog rizika kao samostalne discipline. Bazelski komitet je 1999. godine objavio predlog novog standarda koji treba da zameni Bazel I i dve godine kasnije dokument Drugi konsultativni papir CP2 (*Consultative Paper*). Banka za međunarodno poravnanje je 2001. godine objavila dokument *The new Basel capital Accord* u kome je definisano da svaka banka mora da izvrši testiranje na stres u procesu utvrđivanja adekvatnosti kapitala. Stres testiranje treba da uključi identifikovanje budućih mogućih događaja ili promena u ekonomiji koje bi mogle da imaju negativne efekte na kreditnu izloženost banke i sposobnost banke da izdrži takve promene.<sup>7</sup> Dalje, testiranje na stres treba da

uključi identifikaciju mogućih događaja ili budućih promena privrednih zahteva koji bi mogli da imaju nepovoljne uticaje na kreditnu izloženost banke, kao i procenu sposobnosti banke da takve promene podnese.<sup>8</sup>

Treći konsultativni papir CP3 objavljen je 2003. godine, kao i dokument Dobra praksa za upravljanje i superviziju operativnog rizika (*Sound Practice for the Management and Supervision of Operational Risk*), koji predstavlja skup načela koja čine okvir za upravljanje operativnim rizikom i superviziju.

## 2. BAZEL II

Brz razvoj finansijskih tržišta, pojava novih proizvoda i usluga, finansijskih struktura (merdžera i akvizicija) kao i novih tehnika upravljanja rizicima, usloveli su neophodnost donošenja odredbi Bazela II i prateće dokumentacije. Bazelski sporazum II nastao je iz potrebe za promenama u načinu obračuna pokazatelja adekvatnosti kapitala. U saradnji sa finansijskim institucijama, na prvom mestu sa bankarskim sektorom, komitet je 2004. godine objavio konačnu verziju dokumenta pod nazivom Međunarodna merenja kapitala i standardi o kapitalu, revidirani okvir (*Internal Capital Measurements and Standards, Revised Framework*), šire poznat kao Bazel II (*Basel II Accord*). Iako Ba-

---

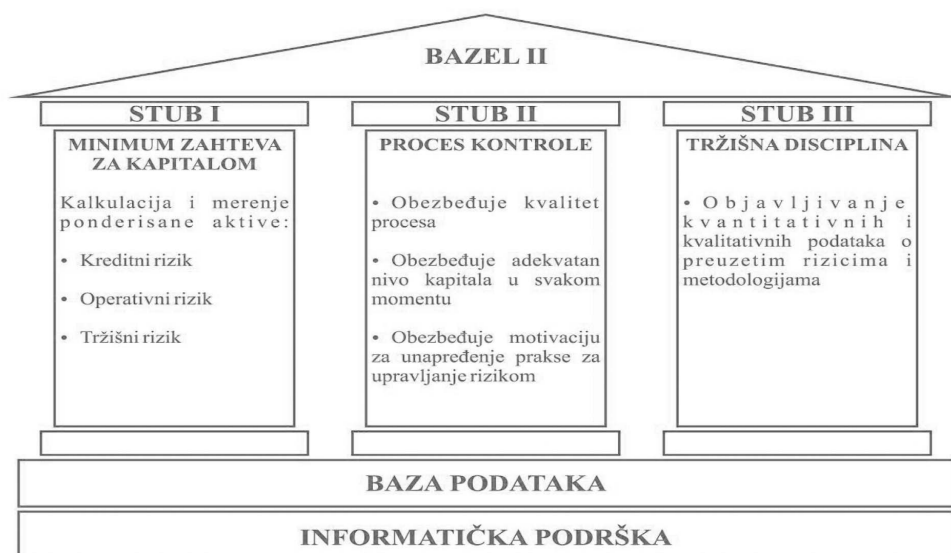
<sup>7</sup> Bank for International Settlements BIS, [2001], The new Basel capital accord, str. 55, dostupno na sajtu <http://www.bis.org/publ/bcbsca03.pdf>

<sup>8</sup> Bank for International Settlements BIS, [2001], Principles for the management of credit risk, str. 17, dostupno na sajtu: <http://www.bis.org/publ/bcbs75.pdf>

zel II nakon uvođenja nije imao obavezujući karakter, sve zemlje EU su od januara 2007. godine<sup>9</sup> trebale da započnu sa procesom uvođenja standarda<sup>10</sup>, koji predstavlja novi set odredbi za utvrđivanje minimalne kapitalne adekvatnosti banaka. Evropska komisija je odredbe Bazela II prilagodila domaćim kreditnim institucijama i investicionim kompanijama putem Direktive o adekvatno-

sti kapitala CAD3 (*Capital Adequacy Directive*) donete 2005. godine, dok ostale evropske zemlje (uključujući i Srbiju) pokušavaju da je implementiraju kroz svoje zakone i propise.<sup>11</sup> Pored aktivne ponderisane kreditnim rizikom, novina u odnosu na Bazel I je uvođenje kapitalnih zahteva za tržišni i operativni rizik, uključivanje eksternih kreditnih agencija u proces klasifikacije svih

Grafikon 1. Bazel II



*Izvor: [http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2009/7\\_8/B07-08-2009-Ekoleks.pdf](http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2009/7_8/B07-08-2009-Ekoleks.pdf)*

<sup>9</sup> Uvođenje Bazela II standarda Direktiva o kapitalnoj adekvatnosti (Capital Requirements Directive- CRD – direktiva 48/2006 i 49/2006) u nacionalne regulatorne okvire zemalja članica Evropske unije do kraja 2006. godine. CRD2 direktiva (2009/27/EC, 009/83/EC, 2009/111/EC) podrazumeva uključivanje hibridnih elemenata u osnovni kapital, veliku izloženost i saradnju između velikih supervizora (home host). CRD3 direktiva (2010/76/EC) podrazumeva implementaciju pravila u vezi sa sekjuritizacijom, tržišnim rizicima i podrazumeva implementaciju na nacionalnom nivou do kraja 2011. godine.

<sup>10</sup> Primena Bazela II je u Sjedinjenim Američkim Državama postala obavezna od jula 2007. godine.

<sup>11</sup> Ljubić M., [2011], Uvođenje Bazela II u Srbiji, Industrija vol. 39, br. 1, str. 264

kompanija iz portfolija banke, kao i pružanje mogućnosti bankama da same definišu modele za merenje rizika u njihovom poslovanju što predstavlja najveću novinu u odnosu na prethodni sporazum.

Glavna karakteristika Bazela II je njegova struktura koja obuhvata tri stuba:

1. zahtev za minimalnim iznosom kapitala (kreditni, tržišni i operativni rizik);

2. proces supervizije, kontrole nad adekvatnošću kapitala (okviri i smernice za nadzor finansijskih institucija);

3. tržišna disciplina (okvir i smernice za javno publikovanje poslovnih izveštaja banaka) – zahteva od banke da javno prezentuje visinu kapitalnih troškova kao i procedure i mehanizme za superviziju rizika.

Prvi stub Bazelskog sporazuma II obuhvata i detaljno definiše načine za utvrđivanje minimalnog iznosa kapitala „tako što svakoj banci omogućava da prilagodi taj iznos nivou rizika od ekonomskih gubitaka kojem je banka izložena“<sup>12</sup>. Pored toga, prvi stub Bazela II definiše minimalne zahteve za kreditni, tržišni i operativni rizik. Bankama je data i mogućnost fleksibilnijeg izračunavanja rizika, budući da na raspolaganju imaju i interne sisteme za merenje rizika (*Advanced Internal Rating-*

*Based - ARIB*), koji su prilagođeni potrebama i specifičnostima svake banke, tačnije karakteristikama portfolija koje banke poseduju. U skladu sa Bazelom II kreditni portfolio banke se sastoji od: 1) PL kredita (*Performing loan* – živi krediti koji nisu proglašeni dospelim kod kojih nema kašnjenja u otplati ili je kašnjenje po osnovu glavnice ili kamate kraće od 90 dana i dva) NPL krediti (*Non-Performing Loan* – krediti koji su proglašeni dospelim) koji su dospeli ili kod kojih nisu ispoštivani uslovi pod kojima su odobreni.<sup>13</sup>

Bazelski komitet je definisao nužni minimum kapitala, pravila koja definišu minimalni koeficijent kapitala u odnosu na rizikom ponderisanu aktivu. Izračunavanje racija adekvatnosti kapitala u sporazumu Bazel II se razlikuju u odnosu na sporazum Bazel I po tome što pored kreditnog i tržišnog rizika uključuje i operativni rizik. Pored toga, uvode se i novi, kompleksniji načini tretmana kreditnog i operativnog rizika, dok analiza tržišnog rizika ostaje nepromenjena.<sup>14</sup> Zakonski propisani minimum adekvatnosti kapitala (*Capital Adequacy Ratio-CAR*) je da odnos ukupnog kapitala (*Capital*) banke i mera rizika (rizikom ponderisana aktiva – *Risk Weighted Asset - RWA*) ne sme biti manji od 8%. Ova adekvatnost kapi-

---

<sup>12</sup> Barjaktarović L., [2009], Upravljanje rizicima, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 84

<sup>13</sup> Barjaktarović L., Popović-Avrić S., Đenić M. [2011], Upravljanje naplatom potraživanja u bankarskom sektoru Srbije u vremenu krize. *Finansije*, Vol. 66, 1-6, str. 82-83

<sup>14</sup> Izračunavanje racija adekvatnosti kapitala u sporazumu Bazel II se razlikuju u odnosu na sporazum Bazel I po tome što pored kreditnog i tržišnog rizika uključuje i operativni rizik. Pored toga, uvode se i novi, kompleksniji načini tretmana kreditnog i operativnog rizika, dok analiza tržišnog rizika ostaje nepromenjena.



tala za banku predstavlja vrstu amortizera u slučaju nastupanja kreditnog i/ili valutnog rizika, nedovoljnog poznavanja bančinog klijenta i slično.

Kapital/Ponderisana aktiva (kreditni, tržišni i operativni rizik)  $\geq 8\%$

Drugi stub Bazela II uvodi supervizorsku procenu kao jedan od elemenata regulatorne politike. Ovaj stub se bazira na sledeća četiri principa:

1. interna procena adekvatnosti kapitala (*Internal Capital Adequacy Assessment Proces -ICAAP*) zahteva da svaka banka procenjuje adekvatnost kapitala, uzimajući u obzir celovitu procenu rizika. Uspostavljanje procedure za merenje adekvatnosti kapitala obuhvata stalno obezbeđenje adekvatnog nivoa kapitala kao i rad na unapređenju metoda za upravljanje rizicima. Nadzorni organi banke treba da razvijaju postupke interne procene kapitala, odgovorni su za ocenu supervizije adekvatnosti kapitala u odnosu na rizik sa kojim se banke suočavaju.<sup>15</sup>

2. proces supervizije (*Supervisory Review and Evaluation Process - SREP*) – Supervizori treba da procene pokazatelj adekvatnosti kapitala, strategiju banke i da utvrde da li postoji usaglašenost sa regulatornim pokazateljima banke.

3. kapital iznad minimalnog nivoa – supervizori očekuju od banaka da poseduju kapital iznad minimalnog nivoa koji je definisan prvim stubom.

4. intervencije supervizora - supervizori bi trebalo da u stresnim ekonomskim situacijama, u ranoj fazi, intervenišu preventivno u cilju sprečavanja pada adekvatnosti kapitala iznad minimalnog, zakonski propisanog nivoa. Pored toga, supervizori treba da opomenu banke i da zahtevaju od njih brzu reakciju ukoliko kapital nije na propisanom nivou.

Tržišna disciplina predstavlja treći stub Bazelskog sporazuma II. Banka je u obavezi da objavljuje podatke o poslovanju (o rizicima i nivou adekvatnosti kapitala). Ovim standardom su podaci o poslovanju banaka postali transparentniji, jer su nadležne institucije propisale cikluse obaveznog dostavljanja informacija o finansijskim pokazateljima banke. Na taj način, svi učesnici na tržištu raspolažu sa informacijama o izloženosti i upravljanju rizicima na bankarskom tržištu.

Bazel II bankama dozvoljava da samostalno izmere svoju izloženost riziku koristeći pristup Interne procene finansijskog stanja (*Internal Rating-Based Approach - IRB*). Svaka banka treba da razvije sopstvene interne modele upravljanja rizicima i testove na stres u procenjivanju sopstvenog stepena izlaganja riziku. Pristup internog merenja rejtinga polazi od pretpostavke da banke imaju izbor da same odluče na koji način će meriti rejting svojih klijenata, pri čemu supervizija banke mora odobriti ovaj metod kontrole. Bazelski sporazum II razlikuje tri osnovna modela merenja izloženosti riziku finansijskih institucija u okviru kapitalne adekvatnosti, koji se međusobno razlikuju pre-

---

<sup>15</sup> Barać S., Stakić B., Hadžić M., Ivaniš M., [2005], Praktikum za bankarstvo, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 57

ma nivou sofisticiranosti i stepenu osetljivosti na rizik:

1. pristup osnovnog (jednostavnog) indikatora (*Basic Indicator Approach - BIA*) koji predstavlja najjednostavniji oblik izračunavanja minimuma nužnog kapitala;

2. standardizovan pristup merenja (*The Standardized Approach - TSA*);

3. napredni pristup merenja zasnovan na internom rejtingu (*Advanced Measurement Approach - AMA*) koji može biti osnovni: interno merenje, model distribucije gubitka (*Foundation Internal Ratings Based - FIRB*), i napredni pristup (*Advanced Internal Rating-Based - AIRB*).

Prvi stub, zahtev za minimalnim iznosom kapitala obuhvata merenje kreditnog, operativnog i tržišnog rizika.

Set pristupa za merenje izloženosti kreditnom riziku obuhvata:

a. *standardizovani pristup TSA* koji je najjednostavniji pristup za merenje rizika. Konceptualno je isti kao i postojeći okvir iz 1988. godine, ali definiše veću osetljivost na rizik. Ovaj pristup omogućava da se na izračunate izloženosti banke primenjuju ponderi rizika u skladu sa ocenom rejting agencija (Standard&Poor's, Moody's i Fitch). Za svaku kategoriju plasmana primenjuje se propisani ponder rizika, dok zbir tih proizvoda daje ukupan iznos aktive ponderisane rizikom.<sup>16</sup>

b. *pristup zasnovan na internom rejtingu AMA* polazi od pretpostavke da

banke imaju izbor da same odluče na koji način će meriti rejting svojih klijenata (osnovni pristup FIRB ili napredna verzija internog sistema raspoređivanja AIRB), pri čemu sektor supervizije banke mora odobriti ovaj metod kontrole. FIRB predstavlja prvi nivo pristupa kreditnom riziku, koji obuhvata primenu interne metodologije banke za merenje izloženosti, kao i procenu adekvatnosti kapitala samo u odnosu na jednu komponentu rizika, verovatnoća neispunjenja obaveza klijenta (*Probability of Default - PD*). S druge strane, AIRB predstavlja najviši i najsofisticiraniji nivo pristupa kreditnom riziku, koji u potpunosti banci omogućava primenu internih metodologija za merenje izloženosti i procenu kapitalne adekvatnosti (tabela 2). Banka vrši klasifikaciju potraživanja klijenata i za svaki od plasmana mora da definiše četiri ključna faktora rizika:

· Verovatnoća neispunjenja obaveza klijenta (*Probability of Default - PD*) je parametar koji pokazuje kolika je verovatnoća da klijent neće biti u mogućnosti da izmiri svoje obaveze na vreme.

● Gubitak nastao usled nemogućnosti klijenta da izvršava svoje obaveze (*Loss Given Default - LGD*) je pokazatelj koji utvrđuje deo plasmana koji će predstavljati gubitak u slučaju da klijent ne može da izmiri svoje obaveze.

● Iznos plasmana u trenutku kada klijent ne može da izvrši svoje obaveze (*Exposure at Default - EAD*) meri iznos plasmana (kod kreditnih linija) koji će najvero-

---

<sup>16</sup> Barjaktarović L., [2009], Upravljanje rizikom, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 87

## FINANSIJE

vatnije biti povučen u trenutku kada klijent ne može da izvrši svoje obaveze.

- Ročnost (*Maturity*) – kojom se meri preostala ekonomska ročnost plasmana

rativnog rizika u odnosu na BIA, jer se kapitalni zahtevi za operativni rizik izračunavaju za pojedinačne vrste poslovnih delatnosti<sup>18</sup> (između 12% i 18%).

*c. pristup naprednog merenja AMA* predstavlja najsofisticiraniji metod iz-

**Tabela 1. Procena kreditnog rizika bazirana na internom rejtingu**

| <i>Komponentne rizika</i> | <i>FIRB</i>         | <i>AIRB</i>      |
|---------------------------|---------------------|------------------|
| <i>PD</i>                 | Procenjuje banka    | Procenjuje banka |
| <i>LGD</i>                | Definiše supervizor | Procenjuje banka |
| <i>EAD</i>                | Definiše supervizor | Procenjuje banka |
| <i>Maturity</i>           | Definiše supervizor | Procenjuje banka |

Pristupi za izračunavanje kapitalnih zeh-teva za operativni rizik su:

*a. pristup osnovnog indikatora BIA* koji predstavlja kapitalno izdavanje za operativni rizik koji se utvrđuje na osnovu određenog indikatora rizika na nivou cele banke<sup>17</sup> BIA se izračunava na osnovu formule koja uključuje bruto godišnji prihod i određeni procenat (15%). Primena ovog pristupa je specifična za male domaće banke koji nemaju strani kapital.

*b. standardizovani pristup TSA* je kompleksniji metod izračunavanja ope-

računavanja kapitalnih rezervi za operativne rizike. Za izračunavanje minimalnog iznosa kapitala banke koriste interni sistem za upravljanje operativnim rizikom, ukoliko je on odobren od strane supervizora. Procedura za izračunavanje potrebnog kapitala je sledeća.<sup>19</sup>

- sve oblasti poslovanja banke su kategorizovane u određen broj vrsta aktivnosti koje su zatim svrstane u širu listu operativnih gubitaka koji mogu nastati u okviru svake od vrsta aktivnosti

<sup>17</sup> Barjaktarović L., [2009], Upravljanje rizikom, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 92

<sup>18</sup> Kod osnovnog i standardizovanog pristupa za izračunavanje kapitalne adekvatnosti za operativni rizik, kapitalni zahtevi se temelje na finansijskim pokazateljima poslovanja koji bi trebalo da budu proporcionalni sa stepenom rizičnosti- tzv. top-down pristup. S druge strane, model bottom-up je karakterističan za pristup naprednog merenja kapitalne adekvatnosti za operativni rizik, jer se bazira na proceni parametara rizika (koji uključuju kako interne tako i eksterne faktore) uz korišćenje analize scenarija i indikatora koji pokazuju kvalitet interne kontrole i specifičnosti poslovnog okruženja.

<sup>19</sup> Barjaktarović L., [2009], Upravljanje rizikom, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 94

- nadzorno telo precizira indikator izloženosti (*Exposure Indicator- EI*) za svaku kombinaciju vrste aktivnosti i vrste operativnog gubitka,
- na osnovu podataka o gubicima banke možemo utvrditi sledeća dva parametra: verovatnoća nastanka događaja koji uzrokuje gubitak (*Probability of Loss Event- PE*) i gubitak uzrokovan samim događajem (*Loss Given Event- LGE*),
- na osnovu prethodno utvrđenih parametara moguće je izračunati faktor očekivani gubitak za svaku vrstu aktivnosti (*Expected Loss- EL*) koji predstavlja količnik indikatora izloženosti, verovatnoće nastanka događaja koji uzrokuje gubitak i parametra gubitak uzrokovan samim događajem.

Kada je reč o izračunavanju kapitalne adekvatnosti za tržišni rizik, razlikujemo dve metodologije:

a) *standardni pristup TSA* koji razlikuje dve vrste rizika: izdavanje kapitala za specifične rizike (štite izdavaoce hartija od vrednosti od pada cene) i izdavanje kapitala za opšte tržišne rizike (ima za cilj zaštitu protiv rizika od gubitka koji nastaje usled pada tržišne cene hartija od vrednosti)

b) *interni modeli AMA* razlikuju dva načina za utvrđivanje nivoa kapitala: primenom VaR metode (Value at risk – vrednost izložena riziku) ili izračunavanjem količnika proseka dnevne vrednosti izloženosti riziku za prethodnih 60 dana i minimalnog faktora 3.<sup>20</sup> Glavna novina koju donosi Bazel II je koncept upravljanja rizicima i primena VaR analize (*Value at*

Grafikon 2. Procena operativnog rizika bazirana na pristupu naprednog merenja



Izvor: [http://www.hnb.hr/supervizija/implementacija-dkz/basel2/h rezultati upitnika o novom bazel spozazumu.pdf](http://www.hnb.hr/supervizija/implementacija-dkz/basel2/h%20rezultati%20upitnika%20o%20novom%20bazel%20spozazumu.pdf), str. 12

<sup>20</sup> Bazelski komitet je u vezi sa primenom modela rizika vrednosti (VaR) predložio da se veličina zahtevanog kapitala pomnoži faktorom 3.

*risk*), odnosno ocene tržišnog rizika banke. Osnovni elementi rizika (VaR) polaze od:<sup>21</sup>

- procene maksimalnog iznosa gubitka u vrednosti aktive banke koja bi mogla da se pojavi na specifičnom nivou rizika (kao što je 1%);
- procene vremenskog perioda u kome bi aktiva bila smanjena, ako bi došlo do pogoršanja uslova na tržištu;
- nivoa pouzdanosti koji menadžment predaje proceni verovatnoće gubitka u bilo kojem vremenskom periodu (95% ili 99% kao nivo pouzdanosti koji se najčešće predstavlja).

Bazelski sporazum II je koncipiran na ideji da poveća osetljivost finansijskih organizacija na rizik, kao i da zahteva od banaka da razviju daleko čvršće okvire za upravljanje rizicima. Unapređenje i fleksibilnije metode Bazela II (u odnosu na Bazel I) merenje kreditnog, tržišnog i operativnog rizika, kao i nov pristup supervizije i transparentnosti poslovanja banaka, treba da doprinese uspostavljanju stabilnosti finansijskog sektora, jer bi izračunati nivo neophodnog kapitala za pokriće rizika trebalo realnije da prikaže stepen rizika kojem je izložena svaka banka. Cilj Bazela II je da na mikronivou poboljša

upravljanje rizicima i time pruži dodatne elemente za održavanje finansijske stabilnosti na makronivou. Stres test, kao obavezni alat koji banke primenjuju u skladu sa Bazelom II, odnosno direktivom Kapitalni zahtevi (*Capital Requirements Directive- CRD*), predstavlja efikasnu metodu za upravljanje bankarskim rizicima.

Banka za međunarodno poravnanje je maja 2009. godine objavila dokument pod nazivom Načela dobrih praksi testiranja otpornosti na stres i supervizije (*Principle for Sound Stress Testing Practices and Supervision*). U ovom dokumentu se navodi da stres testovi predstavljaju važan alat koji banke upotrebljavaju u procesu upravljanja rizicima u okviru Bazela II. Pored procesa upravljanja rizicima, načela za testiranje otpornosti na stres od banaka zahtevaju da predvide ekonomski šok (scenarije), testiraju interni model i procedure za procenu, dok s druge strane od supervizora traže da razmotre kako banke procenjuju „neočekivane događaje“ u proračunu veličine kapitala. Da bi banka sprovela stres test na rizik mora da projektuje i primeni neki od sledećih scenarija:<sup>22</sup>

- funkcionisanje ekonomije u otežanim uslovima, tržišni rizici ili nedovoljna likvidnost;

---

<sup>21</sup> Rose P., Hudgins S.C., [2005], Bankarski menadžment i finansijske usluge, Data Satus, Beograd, str. 501

<sup>22</sup> Urednici: Engelmann B., Rauchmeier, [2011], The Basel II: risk parameters, estimation, validation and stress testing, drugo dopunjeno izdanje, deo XVI Gundlach V., Development of stress test for credit portfolios, str.352, dostupno na sajtu [http://www.hkfrn.org/resources/Risk\\_Parameters.pdf](http://www.hkfrn.org/resources/Risk_Parameters.pdf)

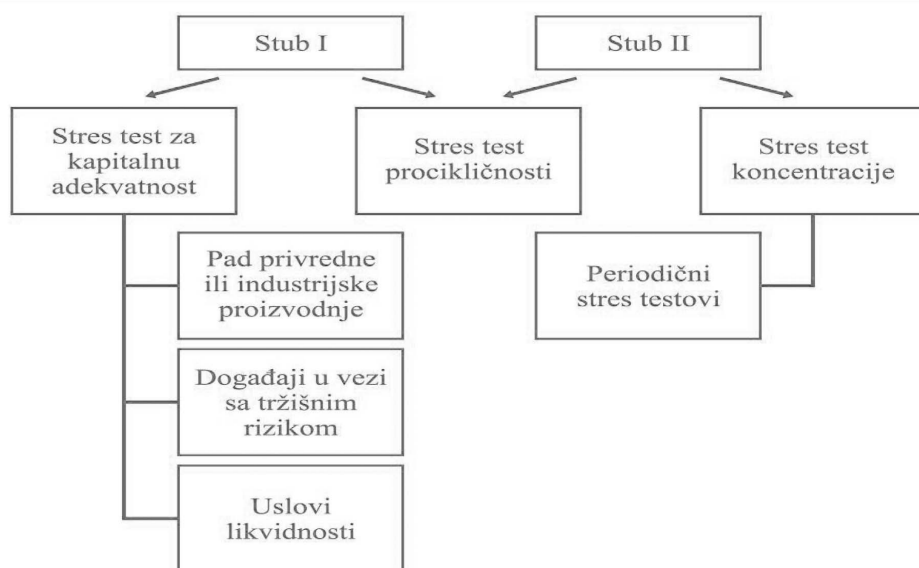
- ekstremno negativni scenario koji prognozira usporavne ekonomije i pojavu recesije;
- banke bi trebalo da koriste sopstvene podatke za procenu rejtinga;
- banke bi trebalo da sprovedu stres test u uslovima potencijalnog pogoršanja kreditnog okruženja.

Prvi stub Bazela II (minimalni zahtevi kapitala) nalaže bankama koje koriste interni model za utvrđivanje nivoa kapitala koji je izložen riziku, utvrđivanje preciznog programa testiranja ot-

pornosti na stres. S druge strane, banke koje koriste napredni ili osnovni model (zasnovan na internim rejtinzima za kreditni rizik tzv. IRB pristup) moraju da sprovedu stres testove kako bi procenile izdržljivost kapitala. Iz tog razloga, banke su u obavezi da obezbede nivo kapitala iznad zakonski propisanog minimuma.<sup>23</sup>

Iako zahtevi Bazela II u pogledu stres testova nisu najjasnije definisani, oni mogu biti prikazani na sledeći način<sup>24</sup>:

Grafikon 3. Stres testovi prema Bazelu II



Izvor: <http://www.sibilleau.com/download/Credi Risk Concentration Under Stress.pdf>, str. 17

<sup>23</sup> Bank for International Settlements (BIS), [2009], Principle for sound stress testing practices and supervision, str. 1-2, dostupno na sajtu <http://www.bis.org/publ/bcbs155.htm>

<sup>24</sup> Urednici: Engelmann B., Rauchmeier, [2011], The Basel II: risk parameters, estimation, validation and stress testing, drugo dopunjeno izdanje, deo XVI Gundlach V., Development of stress test for credit portfolios, str.352, dostupno na sajtu [http://www.hkfrn.org/resources/Risk\\_Parameters.pdf](http://www.hkfrn.org/resources/Risk_Parameters.pdf)

1. Zadatak svake banke koja primenjuje pristup internog merenja rizika je da utvrdi stabilan, pouzdan i smislen stres kako bi uspešno procenila nivo kapitala. Stres testovi bi trebalo da budu sastavni deo procesa utvrđivanja kapitalne adekvatnosti banaka, a naročito deo strategije banke i procesa upravljanja rizicima.

2. Banke moraju da obezbede zahtevani minimum kapitala

3. Banke treba da predvide buduće potrese u ekonomiji koji bi mogli negativno da utiču na kreditnu izloženost banke.

4. Banke treba da utvrde verovatnoću neispunjenja obaveza klijenta- PD (stub 1), gubitak nastao usled nemogućnosti klijenta da izvrši svoje obaveze – LGD (stub 2), iznos plasmana u trenutku kada klijent ne može sa izmiriti svoje obaveze – EAD (stub 2).

Stres testiranje vrlo je prisutno u kontekstu Bazela II, gde su stres testovi:

- sredstva za prilagođavanje prosečne verovatnoće neizvršenja (PD) za uslove stresa (stub 1);
- procedura za procenjivanje robustnosti IRB parametara rizika kao što su PD ili gubitak usled neizvršenja (Loss Given Default – LGD) (stub 2); (iii) zahtev za ocenju efekta ekonomske recesije na regulatorne uslove kapitala (stub 1 „stres test konjunktura“; i (iv) način za procenu globalnog efekta na

bankovni profil rizika i adekvatnost kapitala u slučaju različitih događaja ili promena uslova na tržištu, uključujući sposobnost saugovorne strane da ispoštuje finansijske ugovore (stub 2).

### 3. BAZEL III

U uslovima svetske ekonomske krize bankarski sektor kao deo finansijskog sistema, zbog svog smisla postojanja i prirode poslovanja, trebalo bi da amortizuje negativne faktore krize i pokrene ekonomski razvoj jedne zemlje. Budući da je bankarski sektor bio inicijator i uzročnik nastanka recesije, ne čudi što je upravo ovaj segment finansijskog tržišta najviše bio pogođen negativnim efektima krize. Dve godine nakon kolapsa Lehman Brothersa, Bazelski komitet za superviziju banaka je izdao nove smernice u vidu Bazel III regulatornog okvira. Bazel III nije samo direktan odgovor na svetsku finansijsku krizu, već i kontinuirani napor Bazelskog komiteta da ojača regulatorni okvir za banke, superviziju banaka i funkciju upravljanja rizicima u bankama.<sup>25</sup>

Zemlje članice G20 na samitu u Seulu, održanom u septembru 2010. godine, razmatrale su usvajanje i primenu novog Bazelskog sporazuma, koji je nakon tri meseca i usvojen.<sup>26</sup> Usvajanje Bazela III od strane zemalja članica EU

---

<sup>25</sup> Ekoleks, [2011], Bankarstvo 1-2, Bazel III

<sup>26</sup> Delahaye B., [2011], Basel III: Capital adequacy and liquidity after the financial crisis, International finance seminar 2010/2011, str. 7, dostupno na sajtu: <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/llm/select-papers-from-the-seminar-in-international-finance/llm-papers-2010-2011/delahaye.pdf>



se očekuje do kraja jula 2012. godine putem Četvrte direktive o kapitalnoj adekvatnosti (*Capital Requirements Directive- CRD4*)<sup>27</sup> i predloga uredbe koja se direktno primenjuje u nacionalnom zakonodavstvu (*Capital Requirements Regulation- CRR*).

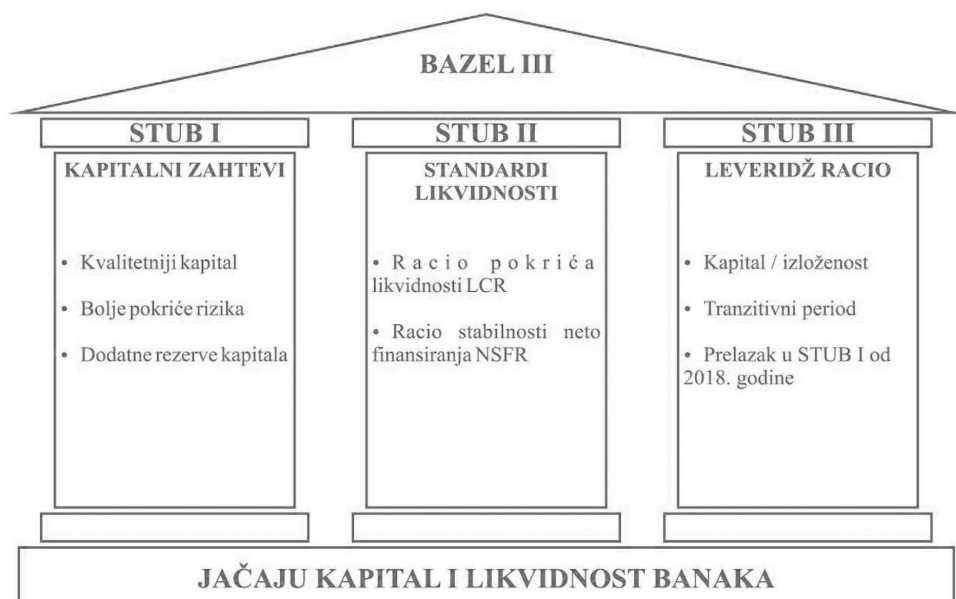
Glavni ciljevi uvođenja novog regulatornog okvira su:<sup>28</sup>

1. unapređenje sposobnosti bankarskog sektora da apsorbira šokove koji proizilaze iz finansijskih i bankarskih pritisaka (smanjujući time rizik od njihovog daljeg prenošenja u realni sektor);

2. unapređenje upravljanja rizicima i uopšte upravljanja u bankama;

3. povećanje transparentnosti poslovanja banaka.

Grafikon 4. **Bazel III**



Izvor: [http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/prezentacije/BazelIII/Palic\\_MEJ\\_20120516.pdf](http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/prezentacije/BazelIII/Palic_MEJ_20120516.pdf)

---

<sup>27</sup> CRD IV: the European response to Basel III and the impact on tier 1 and tier 2 bank capital, dostupno na sajtu: <http://www.linklaters.com/pdfs/mkt/london/A13805377.pdf>

<sup>28</sup> Centralna banka Crne Gore, Kilibarda M., Nikčević A., Milić D., Mićunović A., [2011], Globalna finansijska kriza i odgovor Evropske unije, radna studija br. 21, Podgorica, str. 35, dostupno na sajtu: [http://www.cb-mn.org/slike\\_i\\_fajlovi/fajlovi/fajlovi\\_publikacije/radne\\_studije/globalna\\_finansijska\\_kriza.pdf](http://www.cb-mn.org/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publikacije/radne_studije/globalna_finansijska_kriza.pdf)

Jedan od glavnih zadataka novog regulatornog okvira Bazel III je da ojača dva komplementarna pristupa koji podržavaju osnovni koncept stabilnosti banke: makro i mikroprudencijalnu regulativu (pristup sigurnosti).

Makroprudencijalna politika koristi prudencijalne alate za ograničenje sistemskih ili finansijskih rizika, ograničavajući na taj način pojavu poremećaja u pružanju ključnih finansijskih usluga koje mogu da imaju ozbiljne posledice za realnu ekonomiju.<sup>29</sup> Makroprudencijalni pristup uvodi potpuno nove elemente u regulatorni okvir:

1. kapitalni amortizer (*Capital Conservation Buffer=2,5%*), pomaže bankama u borbi protiv kreditnih gepova. Njegova funkcija je zaštita u uslovima stresa, odnosno njegova svrha je da apsorbuje gubitke u uslovima finansijske krize.

2. uvođenje leveridž racija (*Leverage Ratio=3%*) predstavlja odnos između kapitala (Tier 1) i izloženosti banke (*Exposure Measure*), koja prati računovodstvenu meru izloženosti<sup>30</sup>;

3. uvođenje dva standarda za pokriće likvidnosti<sup>31</sup>:

a. racio pokrića likvidnosti LCR racio (*Liquidoty Coverage Ratio=100%*) treba da obezbedi otpornost banke na poremećaje u likvidnosti u vremenском periodu dužem od 30 dana. Ovaj racio trebalo bi da bude implementiran do 2015. godine sa definisanim minimalnim standardima.

b. racio stabilnosti neto finansiranja NSFR racio (*Net Stable Funding Ratio=100%*) zahteva minimalni iznos stabilnih izvora finansiranja u banci u odnosu na likvidni profil sredstava<sup>32</sup>. Ovaj racio trebalo bi da bude implementiran do 2018. godine.

Mikroprudencijalna regulativa na nivou bankarskog sektora povećava nivo otpornosti bankarskih institucija u periodu stresa pomoću sledećih regulativa:

1. viši i bolji kvalitet kapitala banke (fokus je na zajedničkom akcijskom kapitalu);

2. pokriće rizika u odnosu na aktivnosti na tržištu kapitala;

3. superviziju, upravljanje rizicima i standarde o postupku obelodanjivanja podataka.

---

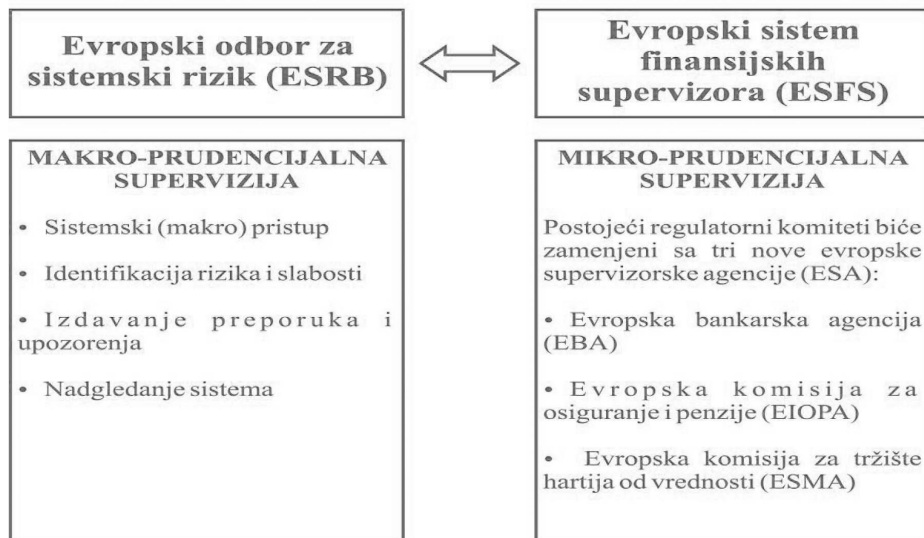
<sup>29</sup> FSB Makroprudencijalna politika, [2011], Bankarstvo 3-4, str. 116, dostupno na sajtu: [http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2011/3\\_4/B03-04-2011-G20.pdf](http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2011/3_4/B03-04-2011-G20.pdf)

<sup>30</sup> Računovodstvena mera izloženosti obuhvata: bilansne, nederivatne izloženosti, podešavanja vrednosti, bilansne pozicije pre upotrebe instrumenata za ublažavanje rizika. Opširnije: Matić V., [2012], Bankarski rizik 27, Bazel III-koeficijent leveridža, Bankarstvo 1, dostupno na sajtu: <http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2012/1/UBS-Bankarstvo-1-2012-Ekoleks.pdf>

<sup>31</sup> Bank for International Settlements (BIS), [2010], Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, str. 8-11, dostupno na sajtu: <http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>

<sup>32</sup> Ekoleks, [2011], Bankarstvo 3-4, Bezel III – uvođenje standarda opšte likvidnosti

Grafikon 5. Nova EU supervizorska arhitektura



Izvor: [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs), Eric M., Bazel III standardi- implementacija i izazovi, [http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/prezentacije/BazelIII Palic MEJ 20120516. pdf](http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/prezentacije/BazelIII%20Palic%20MEJ%2020120516.pdf)

Bazel III uvodi dodatni zahtev za kapitalom, što bankama omogućava da u periodu negativnih efekata ili finansijskih i ekonomskih pritisaka mogu da apsorbuju potencijalne gubitke. Drugim rečima, bankarski sistemi će biti u mogućnosti da u stresnim situacijama povlače kapital, s tim da „što je nivo kapitala banke bliži minimalnom zahtevu, veća su i ograničenja na raspodelu dobiti (manje novca na raspolaganju za isplatu dividendi, bonusa i drugih kompenzacija)“<sup>33</sup>. Svetska ekonomska kriza je pokazala da banke mogu biti mnogo više izložene rizicima, a da pritom nisu

u mogućnosti da izvrše dodatnu kapitalizaciju u promenljivim tržišnim uslovima. Iz tog razloga, za razliku od svojih prethodnika, Bazel III više pažnje posvećuje akcijskom kapitalu te umesto komponente Tier 1 kapitala uvodi novi termin *common equity*, koji obuhvata zadržani kapital i kapital stečen prodajom običnih akcija. U poređenju sa Bazelom II minimalni zahtev za osnovnim (akcijskim) kapitalom i minimalni zahtev za kapitalom Tier 1 su povećani sa postojećih 2% i 4% na 4,5% i 6% rizikom ponderisane aktive, respektivno (tabela 3).

<sup>33</sup> Centralna banka Crne Gore, Kilibarda M., Nikčević A., Milić D., Mićunović A., [2011], Globalna finansijska kriza i odgovor Evropske unije, radna studija br. 21, Podgorica, str. 35, dostupno na sajtu: [http://www.cb-mn.org/slike\\_i\\_fajlovi/fajlovi/fajlovi\\_publicacije/radne\\_studije/globalna\\_finansijska\\_kriza.pdf](http://www.cb-mn.org/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publicacije/radne_studije/globalna_finansijska_kriza.pdf)

## FINANSIJE

Tabela 2. Implementacija Bazela III

| Pokazatelj/Godina*                                | 2011                     | 2012 | 2013 | 2014 | 2015          | 2016  | 2017 | 2018          | 2019 |
|---------------------------------------------------|--------------------------|------|------|------|---------------|-------|------|---------------|------|
| Pokazatelj akcijskog kapitala                     | 2,0                      | 2,0  | 3,5  | 4,0  | 4,5           | 4,5   | 4,5  | 4,5           | 4,5  |
| Kapitalni amortizer                               | -                        | -    | -    | -    | -             | 0,625 | 1,25 | 1,875         | 2,5  |
| Zbir akcijskog kapitala i kapitalnog amortizatora | 2,0                      | 2,0  | 3,5  | 4,0  | 4,5           | 5,125 | 5,75 | 6,375         | 7,0  |
| Minimalni osnovni kapital                         | 4,0                      | 4,0  | 4,5  | 5,5  | 6,0           | 6,0   | 6,0  | 6,0           | 6,0  |
| Minimalni regulatorni kapital                     | 8,0                      | 8,0  | 8,0  | 8,0  | 8,0           | 8,0   | 8,0  | 8,0           | 8,0  |
| Pokazatelj pokriva likvidne aktive                | Početak perioda praćenja |      |      |      | Min. standard |       |      |               |      |
| Pokazatelj neto stabilnih izvora finansiranja     | Početak perioda praćenja |      |      |      |               |       |      | Min. standard |      |

\*(sa početkom primene od 1. januara, u %)

Izvor: BIS [2010a, 2010b], Bazel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Globalni regulatorni okvir za stabilnije banke i bankarske sisteme, str. 64  
<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>

Kapital Tier 2 može da predstavlja maksimalno 2% kapitala, a Tier 3 (ili dopunski kapital Tier 2) koji se koristi za pokriće tržišnog rizika, u potpunosti će biti ukinut od 2013. godine.<sup>34</sup> Pored toga, od banaka će se zahtevati da drže zaštitni kapitalni amortizer ili rezerve kapitala za ograničavanje raspodele dobiti od 2,5% akcijskog kapitala, što podiže ukupan regulatorni zahtev za osnovnim kapitalom na 7% (4,5% + 2,5%) u 2019. godini. Kapitalni amortizer bi trebalo da se uvodi fazno sa početkom primene 2016. godine (0,625% rizikom ponderisane aktive, pri čemu će se svake naredne godine postepeno povećavati za 0,625 procentnih

poena do 2019. godine kada bi trebalo da bude uspostavljen na 2,5%). Podizanje nivoa kapitala banaka predviđeno je za 2013. godinu, dok bi nova pravila u potpunosti trebalo da budu implementirana do januara 2019. godine.

### ZAKLJUČAK

Brz razvoj finansijskih tržišta, pojava novih proizvoda i usluga, finansijskih struktura kao i novih tehnika upravljanja rizicima, usloveli su neophodnost donošenja odredbi Bazelskih sporazuma. Svaka finansijska institucija, pa i banka, ima obavezu da održava minimalni nivo kapitala. Ovaj kapital finansijskim institucijama služi u slučaju nastanka neočekivanih gubitaka (usled negativnih efekata svetske ekonomske krize) ili kao osnov za dalji rast i razvoj. Za očuvanje finansijske stabilnosti široko je rasprostranjeno testiranje otpornosti

<sup>34</sup> Bašić D., [2012], Aktuelni pravci promjena regulacije finansijskog sistema, Acta Economica, br. 16, str. 181, dostupno na sajtu: <http://www.actaeconomica.efbl.org/broj16/e-ActaEconomica-broj16-Basic.pdf>

na stres, koje analizira mogućnosti pojedinih finansijskih institucija ili celokupnog finansijskog sistema u cilju apsorbovanja različitih vrsta šokova. Kao analitička metoda, stres test pruža kvantitativnu procenu ranjivosti bankarskog portfolija, koja se najčešće vezuje za neočekivane, ali stvarne ekonomske događaje i šokove. Cilj stres testova je da na univerzalan i sistematizovan način ukaže na potencijalne probleme unutar finansijskog sistema i time omogući državi i učesnicima na finansijskom tržištu da blagovremeno reaguju.

Sa izbijanjem svetske ekonomske krize, stres testovi dobijaju na važnosti u krugovima međunarodnih finansijskih institucija i regulatornih tela. Pre početka svetske ekonomske krize i nastupanja recesije, većina stres testova koje su banke sprovodile širom sveta nisu bili osmišljeni tako da obuhvataju ekstremna tržišna dešavanja. Štaviše, scenariji sprovedenih stres testova su predviđali mnogo blaže ekonomske šokove, gubitke koji nisu prelazili jedan ostvarenog prihoda kao i kraće trajanje negativnih efekata krize.

Banka bi trebalo da sprovodi stres testove redovno u cilju merenja svoje izloženosti rizicima kao i analize likvidnosti, profitabilnosti i solventnosti. Pre početka svetske ekonomske krize i nastupanja recesije, većina stres testova koje su banke sprovodile širom sveta nisu bili osmišljeni tako da obuhvataju ekstremna tržišna dešavanja. Štaviše, scenariji sprovedenih stres testova su predviđali mnogo blaže ekonomske šokove (scenariji pre krize prognozirali su gubitke koji nisu prelazili jedan

ostvarenog prihoda) kao i kraće trajanje negativnih efekata krize. Iz tog razloga potrebno je da poslovne, a zatim i centralne banke sprovedu testiranje otpornosti na stres na mesečnom, kvartalnom, polugodišnjem nivou ili jednom u godinu dana. Praksa je pokazala da je neophodno redovno sporvođenje stres testova u cilju sprečavanja ili ublažavanja negativnih efekata ekonomske krize.

### LITERATURA

1. Bank of England [1995], *Report of the board of banking supervision inquiry into the circumstances of the collapse of Barings*
2. Bank for International Settlements BIS, [2001], *The new Basel capital accord*
3. Bank for International Settlements BIS, [2001], *Principles for the management of credit risk*
4. Bank for International Settlements BIS, [2009], *Principle for sound stress testing practices and supervision*
5. Bank for International Settlements BIS, [2010], *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*
6. Bank for International Settlements BIS [2010a, 2010b], *Bazel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*
7. Barać S., Stakić B., Hadžić M., Ivaniš M., [2005], *Praktikum za bankarstvo*, Univerzitet Singidunum, Beograd
8. Barjaktarović L. [2009], *Upravljanje rizikom*, Univerzitet Singidunum, Beograd

9. Barjaktarović L., Popovčić-Avrić S., Đenić M. [2011], *Upravljanje naplatom potraživanja u bankarskom sektoru Srbije u vremenu krize*. Finansije, Vol. 66, 1-6
10. Bašić D., [2012], *Aktuelni pravci promjena regulacije finansijskog sistema*, Acta Economica, br. 16
11. Centralna banka Crne Gore, Kilibarda M., Nikčević A., Milić D., Mićunović A., [2011], *Globalna finansijska kriza i odgovor Evropske unije*, radna studija br. 21, Podgorica
12. CRD IV: *the European response to Basel III and the impact on tier 1 and tier 2 bank capital*
13. Delahaye B., [2011], *Basel III: Capital adequacy and liquidity after the financial crisis*, International finance seminar 2010/2011
14. Ekoleks, [2011], *Basel III*, Bankarstvo 1-2
15. Engelmann B., Rauchmeier, [2011], *The Basel II: risk parameters, estimation, validation and stress testing*, drugo dopunjeno izdanje, deo XVI Gundlach V., *Development of stress test for credit portfolios*
16. FSB *Makroprudencijalna politika*, [2011], Bankarstvo 3-4
17. Grubišić Z., Paunović M., [2011], *Uticaj makroekonomskih i socijalnih faktora na razvoj bankarskog sektora u zemljama Centralne i Istočne Evrope u uslovima recesije*, Finansije, Vol. 66, 1-6
18. Ljubić M., [2009], *Primena Bazel-skog sporazuma za međunarodne standarde kapitala na bankarsko tržište Srbije*, Finansije Vol. 1-6, p.
19. Matić V., [2012], *Bankarski rizik 27, Basel III-koeficijent leveridža*, Bankarstvo 1
20. Rose P., Hudgins S.C., [2005], *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Data Status, Beograd

Rad primljen: 8. 6. 2013.

UDK: 330.143:336.763.2

ID BROJ: 203291404

Stručni rad

# **JEDNOFAZNI I VIŠEFAZNI MODELI DISKONTOVANJA DIVIDENDI U FUNKCIJI ODREĐIVANJA VREDNOSTI AKCIJA**

## ***SINGLE PHASE AND MULTIPHASE MODELS OF DIVIDEND DISCOUNT IN FUNCTION OF DETERMINING VALUE OF SHARES***

**Mba Mirela MOMČILOVIĆ**

**Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad**

**Dr Slaviša ĐUKANOVIĆ**

**Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad**

**Mr Sanja VLAOVIĆ BEGOVIĆ**

**Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad**

### **Rezime**

Uvažavajući pretpostavku da su dividende jedini novčani tok koji akcionar ostvaruje od svoje investicije, moguće je odrediti vrednost akcije na osnovu sadašnje vrednosti očekivanih dividendi. Preduzeća, kod kojih postoji politika dividendi konzistentna sa ostvarenom profitabilnošću, primenjuju model diskontovanja dividendi za određivanje vrednosti akcije. Pošto se sva preduzeća ne nalaze u istoj fazi životnog ciklusa, postojala je potreba da se, pored modela konstantnog rasta dividendi, razviju i tzv. višefazni modeli diskontovanja dividendi (dvofazni, trofazni i H model). Rad ima za cilj da predstavi način određivanja akcija pomoću jednofaznih i višefaznih modela diskontovanja dividendi, kao i da ukaže na njihove prednosti i nedostatke.

**Ključne reči:** DISKONTOVANJE DIVIDENDI, STOPA RASTA, STOPA PRINOSA NA SOPSTVENI KAPITAL, VREDNOST AKCIJE, VIŠEFAZNI MODELI



### Summary

*With an introduction of the assumption that dividends are the only cash flow that is realized by a shareholder on investment, and based on the present value of expected dividends, it is possible to determine the value of the share. Companies, which have a dividend policy consistent with the profitability of the company, apply the dividend discount model (DDM) to determine the value of the share. Due to the fact that not all companies are in the same stage of the life cycle, there is a need, in addition to the constant growth model of dividends, to develop a so-called multiphase dividend discount model (two-phase, three-phase and H model). The aim of this paper is to present a method for determining shares with single and multiphase dividend discount model, as well as to point out their advantages and disadvantages.*

**Key words:** DIVIDEND DISCOUNT, GROWTH RATE, RATE OF RETURN ON EQUITY, VALUE OF THE SHARE, MULTIPHASE MODELS

### UVOD

Vrednost deonica (akcija) povezana je sa očekivanim budućim prinosima. Zbog te usmerenosti na budućnost, pri vrednovanju akcija ne treba izgubiti iz vida vremensku dimenziju novca, što znači da postupkom diskontovanja treba svesti vrednost svakog pojedinačnog budućeg novčanog toka na sadašnji trenutak. [Brealy, et al. 2001.]

Naravno, tom prilikom posebna pažnja mora biti posvećena određenju odgovarajuće visine diskontne stope. S obzirom na promenljivost poslovnog okruženja, prirodno je da akcionarska preduzeća prolaze kroz različite faze životnog ciklusa. Pri tome, svakoj fazi odgovaraju drugačije stope rasta. [Bodie, et al. 2009]

Rad je posvećen analizi metoda procene vrednosti deonica na osnovu diskontovanja dividendi, budući da dividende predstavljaju oblik prinosa od akcija koji može biti interno određen. Govoreći o modelu diskontovanja dividendi, kao načinu za vrednovanje akcija stabilnih i zrelih preduzeća, mora se voditi računa da visina zahtevane stope prinosa na sopstveni kapital bude iznad očekivane stope rasta dividendi, kako bi se dobili smisleni rezultati. [Garrett, Priestley, 2012.] Upravo sa ciljem što boljeg prilagođavanja postupka vrednovanja stvarnim poslovnim kretanjima, formulisani su tzv. višefazni modeli diskontovanja dividendi (dvofazni, trofazni i H model). Dvofazni model je prikladan za određivanje vrednosti akcija preduzeća iz privrednih grana sa nat-

prosečnim rastom, koji traje izvesno vreme (prva faza) sve do „prelomne“ godine, kada se naglo transformiše u stabilan rast (druga faza).

Za razliku od stepenastog dvofaznog modela, H model je pogodan za vrednovanje akcija preduzeća koja prolaze kroz fazu natprosečnog rasta, nakon čega taj rast postepeno opada, usled pojave novih učesnika na tržištu i smanjivanja konkurentskih prednosti posmatranog preduzeća.

Konačno, trofazni model, (kao kombinacija prethodna dva modela) može se koristiti za određivanje vrednosti deonica onih preduzeća koja prvih nekoliko godina beleže rast po natprosečnoj stopi, da bi se zatim taj rast postepeno usporavao, sve dok se na određenom nivou ne ustali, produžujući takvo stabilno kretanje u budućnosti.

Svaki od pomenutih modela biće posebno teoretski i kroz primere objašnjen u tekstu koji sledi.

### 1. JEDNOFAZNI MODEL DISKONTOVANJA DIVIDENDI

Jedan od najviše korišćenih modela određivanja vrednosti akcija stabilnih i zrelih preduzeća, koja isplaćuju dividende i kod kojih postoji politika dividendi konzistentna sa profitabilnošću preduzeća jeste model diskontovanja dividendi.

Pretpostavke ovog modela definišu dividende kao jedini novčani tok koji akcionar ostvaruje po osnovu svoje investicije, dok je vrednost akcije jednaka sadašnjoj vrednosti očekivanih budućih dividendi. Osnovni argument za korišćenje modela diskontovanja dividendi leži u činjenici da investitor koji kupi i drži akciju prima prinos samo u obliku dividendi. Pored toga, dividende su manje podložne fluktuacijama od dobiti, pa je model diskontovanja dividendi manje osetljiv na kratkoročne fluktuacije dobiti i njenog reinvestiranja u preduzeće.

**Primer 1:** U tabeli su prikazani dobit po akciji (EPS)<sup>1</sup>, isplaćene dividende po akciji (DPS) i racio isplate dividendi<sup>2</sup> iz dobiti za preduzeća X i Y. Postavlja se pitanje da li je model diskontovanja dividendi pogodan način vrednovanje akcija preduzeća X i Y?

---

<sup>1</sup> Dobit po akciji (EPS) se dobija deljenjem dobiti preduzeća sa brojem akcija preduzeća.

<sup>2</sup> Racio isplate dividendi govori o udelu isplate dividendi iz dobiti i dobija se kao količnik dividendi i dobiti preduzeća.

## FINANSIJE

|                                        | 2005  | 2006  | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------------------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Preduzeće X</b>                     |       |       |      |      |      |      |      |      |
| Dobit po akciji (EPS) \$               | 0.10  | -0.42 | 1.25 | 1.90 | 0.25 | 0.90 | 1.58 | 4.52 |
| Isplaćene dividende po akciji (DPS) \$ | 1.00  | 1.00  | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Racio isplate dividendi                | 1000% | -238% | 80%  | 53%  | 400% | 111% | 63%  | 22%  |
| <b>Preduzeće Y</b>                     |       |       |      |      |      |      |      |      |
| Dobit po akciji (EPS) \$               | 0.66  | 0.77  | 0.79 | 0.84 | 0.93 | 1.10 | 1.20 | 1.30 |
| Isplaćene dividende po akciji (DPS) \$ | 0.22  | 0.25  | 0.28 | 0.29 | 0.28 | 0.32 | 0.34 | 0.42 |
| Racio isplate dividendi                | 33%   | 32%   | 35%  | 34%  | 30%  | 29%  | 28%  | 32%  |

Na osnovu primera preduzeća X i Y i istorijskih podataka vezanih za visinu dobiti i dividende, može se zaključiti da model diskontovanja dividendi nije prikladan model za određivanje vrednosti akcija preduzeća X. Naime, iz tabele može se uočiti da se racio isplate dividendi za preduzeće X kreće od -238% do 1000%, što znači da ne postoji veza između visine profita i visine isplaćenih dividendi. Nasuprot tome, model diskontovanja dividendi je prikladan model vrednovanja akcija preduzeća Y, jer se racio isplate dividendi u periodu od 2005. do 2012. godine kreće između 28% i 35%, što znači da između profita i dividendi postoji konzistentna veza.

Da bi se izračunala cena akcije pomoću modela diskontovanja dividendi potrebni su podaci o:

- Očekivanoj budućoj dividendi i
- Stopi prinosa na sopstveni kapital, odnosno ceni sopstvenog kapitala.

Način određivanja stope rasta dividende bio je predmet diskusije u poslednjih nekoliko godina. Prognoziranje visine dividende na osnovu racia isplate dividendi u prethodnom periodu se pokazalo neefikasnim. Iz tog razloga, Garrett i Priestley [2012] su razvili novi model predviđanja stope rasta dividendi, na osnovu novih promenljivih baziranih na modelu konstantnih dividendi, prema kome su stope rasta dividendi predvidive. Realnije predviđanje rasta dividendi doprinosi objektivnijem i tačnijem određenju cene akcije.

Vrednost akcije preduzeća, kao što je rečeno, može se izračunati diskontovanjem svih budućih dividendi akcije po stopi prinosa koja se može zaraditi na akcijama sličnog rizika, što pokazuje formula 1:

$$P_0 = \frac{DIV_0}{(1+r_e)} + \frac{DIV_1}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t}, \text{ odnosno}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} \quad (1)$$

$DIV_t$  – očekivana dividenda po akciji u godini  $t$ ,

$r_e$  – prinos na sopstveni kapital (cena sopstvenog kapitala).

Pošto se predviđanje dividendi ne može vršiti do u nedogled, razvijeno je nekoliko verzija modela diskontovanja dividendi zasnovanih na različitim pretpostavkama o budućem rastu. Najjednostavniji od tih modela, zove se Gordonov model, a dizajniran je za određivanje vrednosti preduzeća koje ima stabilan rast i koje isplaćuje dividende u visini koju može da priušti.

## 1.1 Gordonov model konstantnog rasta dividendi.

Prilikom određivanja vrednosti akcija preduzeća čija prodaja i dobit iz godine u godinu pokazuju stabilan rast koristi se tzv. Gordonov model, koji pretpostavlja da će i dividende rasti po konstantnoj stopi i da će stopa rasta dividendi biti manja od diskontne stope.

Ukoliko se pođe od metoda diskontovanja dividendi i pretpostavke o konstantnosti rasta dividendi, vrednost akcije preduzeća može se izračunati pomoću formule 2:

$$P_0 = \frac{DIV_0(1+g)}{(1+r_e)} + \frac{DIV_1(1+g)^2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{DIV_t(1+g)^t}{(1+r_e)^t} \quad (2)$$

Sadašnja vrednost dividendi može biti algebarski pojednostavljena do sledećeg izraza:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r_e - g}$$

$$DIV_1 = DIV_0(1+g)$$

$$DIV_t = DIV_0(1+g)^t$$

gde su:

$DIV_1$  - dividenda koja će biti primljena krajem prve godine,

$DIV_t$  - dividenda po akciji koja se očekuje u godini  $t$ ,

$r_e$  – zahtevana stopa prinosa na sopstveni kapital,

$g$  – stopa rasta dividende po akciji.

Osnovna pretpostavka Gordonovog modela jeste da dividende rastu po istoj stopi i to do u nedogled. Kada bi stopa rasta dividendi bila veća od stope rasta dobiti, vremenom bi dividende premašile dobit. Suprotno, ukoliko bi u dugom vremenskom periodu stopa rasta dividendi bila manja od stope rasta dobiti udeo isplate dividendi u dobiti bi vremenom težio nuli.

Gordonov model rasta je prikladan za vrednovanje kompanija koje imaju stabilne stope rasta, a te "stope rasta moraju biti manje ili jednake stopama rasta ekonomije u kojoj preduzeće radi" [Damodaran, 2002, poglavlje 13, s. 3].

Pretpostavka konstantnog rasta dividendi teško je ostvariva zbog fluktuacija u dobiti preduzeća nastalih usled čitavog niza razloga, kao što su, na primer: „ukupan prihod nije konstantan, preduzeće prolazi kroz različite faze u razvoju, tržište je nestabilno, inflacija je neujednačena“ [Dugalić, Štimac, 2007, s. 203]. Gordonov model možemo koristiti i ukoliko preduzeće ima prosečnu stopu rasta približnu stabilnoj stopi rasta. Tako recimo, ciklično preduzeće koje ima različite stope rasta iz godine u godinu, ali mu je prosečna stopa rasta 4% može da se vrednuje Gordonovim modelom.

Gordonov model rasta je jednostavan i pogodan način za vrednovanje akcija preduzeća sa stabilnim rastom. Treba imati na umu da male promene u vrednosti stope rasta  $g$  ili zahtevane stope prinosa na sopstveni kapital  $r_e$  dovode do velikih razlika u izračunatoj vrednosti akcije. Najznačajnija determinanta vrednosti akcije stoga jeste „razlika između zahtevane stope prinosa na sopstveni kapital i očekivane stope rasta dividendi“ [CFA Institute, 2005, s. 360]. Payen i Finch [1999] su istakli sa jedne strane jednostavnost primene modela diskontovanja dividendi pri izračunavanju cene akcija, ali sa druge strane su naglasili veliki rizik od potencijalnih grešaka koje se pre svega odnose na određivanje stope prinosa na sopstveni kapital i stope rasta dividendi. Neadekvatno korišćen (uz pogrešne pretpostavke), ovaj model može rezultirati netačnim ili čak apsurdnim rezultatima, naročito ukoliko stopa rasta dividendi konverguje ka diskontnoj stopi. U krajnjem slučaju, kada se stopa rasta dividendi izjednači sa diskontnom stopom, cena akcije postaje beskonačna, što obesmišljava svršishodnost primene ovog metoda.

**Primer 2:** Očekuje se da će preduzeće X dugoročno rasti po stabilnoj stopi od 5%. Ove godine preduzeće je isplatilo dividendu od \$1. Očekivana stopa prinosa na akcije preduzeća X je 8%.

a) Kolika je vrednost akcije preduzeća X?

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r_e - g} = \frac{DIV_0(1+g)}{r_e - g} = \frac{1(1+0.05)}{0.08 - 0.05} = \$35$$

Vrednost akcija preduzeća X je \$35.

b) Trenutna cena akcije preduzeća X na berzi je \$30. Da li je akcija preduzeća X podcenjena, precenjena ili je njena cena adekvatna njenoj vrednosti.

S obzirom da je vrednost akcija preduzeća X \$35, a njena tržišna cena \$30 to znači da su akcije preduzeća X podcenjene i da u njih treba ulagati.

## 1.2 Model diskontovanja dividendi i terminalne vrednosti preduzeća

Kao što je već rečeno, analitičari ne mogu predvideti dividende do u nedogled. Veoma često se prilikom vrednovanja preduzeća modelom diskontovanja dividendi projektuju dividende za određen broj godina  $n$ , a potom se za godinu  $n$  projektuje i tzv. terminalna ili konačna ili rezidualna vrednost preduzeća. Terminalna vrednost preduzeća predstavlja preostalu vrednost preduzeća posle perioda projekcije dividendi.<sup>3</sup> U takvom slučaju, prilikom određivanja vrednosti preduzeća vrši se diskontovanje očekivanih budućih dividendi zaključno sa godinom  $n$ , a potom se toj vrednosti dodaje diskontovana terminalnu vrednost preduzeća iz godine  $n$ , što je prikazano formulom 3 [Brealey, Myers, 2003, s. 62]:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r_e} + \frac{DIV_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{DIV_n + P_n}{(1+r_e)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n} \quad (3)$$

$DIV_n$  – očekivana buduća dividenda u periodu  $t$ ,

$r_e$  – stopa prinosa na sopstveni kapital (cena sopstvenog kapitala),

$P_n$  – terminalna ili konačna ili rezidualna vrednost preduzeća u poslednjoj godini vrednovanja.

Terminalna vrednost preduzeća, odnosno terminalna vrednost njegove akcije u godini  $n$  se najčešće računa pomoću Gordonovog modela, kao u formuli 4 [Damodaran, poglavlje 12, s. 3]:

<sup>3</sup> Postoje tri načina za određivanje terminalne vrednosti preduzeća: [prema: Damodaran, 2002, poglavlje 12, s. 1]

- Polazeći od pretpostavke da će u poslednjoj godini vrednovanja preduzeća doći do likvidacije preduzeća određujemo likvidacionu vrednost preduzeća kao iznos koji bi u tom trenutku investitori platili za sredstva kojima raspolaže preduzeće. Prilikom određivanja vrednosti preduzeća može se pretpostaviti da će u određenoj tački u vremenu preduzeće prodati sva sredstva kojima raspolaže i prestati da postoji. Vrednost koju imaju sva sredstva u tom trenutku u budućnosti naziva se likvidaciona vrednost i ona se poistovećuje sa terminalnom vrednošću preduzeća. Likvidaciona vrednost preduzeća određuje se na bazi knjigovodstvene vrednosti sredstava uz odgovarajuće prilagođavanje te vrednosti za inflaciju. Nedostatak ovog metoda ogleda se u činjenici da likvidaciona vrednost ne pokazuje zarađivačku sposobnost sredstava preduzeća.
- Drugi način određivanja terminalne vrednosti podrazumeva da će preduzeće beskonačno da postoji i da će novčani tok preduzeća beskonačno rasti po stabilnoj stopi rasta nakon određene tačke u vremenu, usled čega se koristi tzv. Gordonov model. Ovaj način određivanja terminalne vrednosti preduzeća podrazumeva sagledavanje zarađivačke snage sredstava kojima raspolaže preduzeće, odnosno sposobnost preduzeća da generiše buduće novčane tokove.
- Treći način određivanja terminalne vrednosti se zasniva na korišćenju multiplikatora vrednovanja akcijskog kapitala prema profitu, prihodima ili knjigovodstvenoj vrednosti kako bi se procenila vrednost preduzeća u godini  $n$ .



$$P_n = \frac{DIV_{n+1}}{r_e - g} \quad (4)$$

gde je:

$DIV_{n+1}$  – očekivane buduće dividende u godini  $n+1$ ,

$g$  – stopa stabilnog rasta,

$r_e$  – očekivana stopa prinosa.

Jasno je da što je veći broj godina za koje analitičar projektuje dividende, terminalna vrednost je manja. Ukoliko broj perioda za koji predviđamo dividende teži beskonačnosti, terminalna

vrednost preduzeća  $\frac{P_n}{(1+r)^n}$  se približava nuli.

Najveći uticaj na terminalnu vrednost ima stabilna stopa rasta  $g$ , koja treba da bude na nivou stope rasta čitave ekonomije ili nešto ispod nje zbog toga što će se dugoročno stopa prinosa na kapital približiti stopi rasta ekonomije. Male promene stope rasta izazivaju značajnu promenu u procenjenoj terminalnoj vrednosti preduzeća, što je uzrok čestih zloupotreba stope rasta od strane analitičara.

**Primer 3:** Preduzeće X će isplaćivati dividende sledećih pet godina i to u iznosu od \$3.0, \$3.1, \$3.2, \$3.3, \$3.4. Očekuje se da će cena akcije u petoj godini biti \$50.00. Cena sopstvenog kapitala je 10%. Kolika je vrednost akcije preduzeća X?

$$V_0 = \frac{3.0}{(1+0.1)^1} + \frac{3.1}{(1+0.1)^2} + \frac{3.2}{(1+0.1)^3} + \frac{3.3}{(1+0.1)^4} + \frac{3.4+50}{(1+0.1)^5} = 43.105$$

Sadašnja vrednost dividendi iznosi \$12.059, a terminalna vrednost akcije \$31.046, što ukupno daje vrednost akcije preduzeća X od \$43.105.

Preduzeće može, ali ne mora isplaćivati dividende. Preduzeće ne isplaćuje dividende ukoliko nije profitabilno ili ukoliko je veoma profitabilno, te sav profit reinvestira u dalji rast preduzeća. Ukoliko preduzeće ne isplaćuje dividende obično se koriste drugi modeli za vrednovanje njegovih akcija, iako je moguće i bez istorijskih podataka o dividendama predvideti vreme početka isplaćivanja dividende za preduzeća koja ih ne isplaćuju, kao i veličinu tih dividendi. Model diskontovanja dividendi se primenjuje ukoliko:

- Preduzeća ukupne novčane tokove prema akcionarima isplaćuju u obliku dividendi ili zbog toga što se to od njih zahteva (investicioni fondovi koji ulažu u nekretnine) ili zbog toga što je to usvojeno pravilo ponašanja u privrednoj delatnosti kojoj pripadaju (javna preduzeća u infrastrukturnim delatnostima u SAD);
- Novčani tokovi preduzeća se ne mogu lako proceniti na osnovu finansijskih izveštaja, kao što je to slučaj sa preduzećima koja pružaju finansijske usluge (banke). Ovde se model diskontovanja dividendi koristi uz implicitnu pretpostavku da ta preduzeća isplaćuju onoliko koliko mogu da priušte u obliku dividendi [Damodaran, 2007, s. 774].

## 2. VIŠEFAZNI MODELI DISKONTOVANJA DIVIDENDI

Deoničarska preduzeća, u različitim periodima svog razvoja, prirodno imaju i različite stope rasta. Uvođenjem pretpostavke o drugačijoj visini stope rasta, saglasno fazi životnog ciklusa u kojoj se preduzeće nalazi, model diskontovanja dividendi se može svesti na višefazni model diskontovanja dividendi. Obično se pretpostavlja da rast preduzeća prolazi kroz tri faze i to:

- Fazu visokog rasta,
- Prelaznu fazu,
- Fazu zrelosti ili fazu stabilnog rasta [Stowe, 2000, s. 71].

U **fazi visokog rasta** preduzeće ima mogućnosti i sposobnosti da zaradi stope prinosa na investiciju čije su visine značajno iznad zahtevane stope prinosa na ukupan kapital (WACC). Tada dobit raste brže od dobiti ostalih preduzeća (supernormalan rast). S obzirom da se pred preduzećem nalazi obilje investicionih mogućnosti, ono obično svu dobit investira u dalji rast, pa je ratio isplate dividendi nizak ili čak nula. Usled opsežnog investiranja, slobodan novčani tok je često negativan i preduzeće u značajnoj meri koristi tuđe izvore finansiranja. To znači da preduzeće tada ima povećan tržišni rizik  $\beta$ . Daljim proticanjem vremena, usled prelaska industrijske grane u fazu zrelosti ili usled toga što visoke stope dobiti privlače nove konkurente, stopa rasta dobiti postepeno opada.

Prilikom razmatranja održivosti faze visokog rasta nekog preduzeća neophodno je sagledati tri faktora: [Damodaran, 2007, s. 762]

- Veličinu preduzeća. Postoji veća verovatnoća da će manja preduzeća ostvariti visoke stope rasta i održati ih, nego slična velika preduzeća, usled činjenice da mala preduzeća imaju više prostora za rast i veće potencijalno tržište. Pored toga, prilikom procenjivanja verovatnoće ostvarivanja visokih stopa rasta za određeno preduzeće mora se uzeti u obzir i potencijalni rast ukupnog tržišta proizvoda i usluga tog preduzeća.
- Sadašnju stopu rasta i ekstra prinos. Preduzeće koje ostvaruje visoke stope rasta po osnovu tekućih investicija obično ima i veliki ekstra prinos i dug period rasta.
- Veličinu i održivost konkurentske prednosti. Preduzeće može dug vremenski period održati visok rast ukoliko ima značajnu konkurentsku prednost i ukoliko postoje značajne ulazne barijere u industrijsku granu kojoj pripada.

**Prelazna faza** povezuje fazu visokog rasta i fazu stabilnog rasta preduzeća. U njoj se stope rasta dobiti postepeno ili odjednom smanjuju, jer se konkurencija povećava ili tržište postaje zasićeno. Stope rasta dobiti su i dalje iznad proseka, ali postepeno opadaju prema stabilnoj stopi rasta, odnosno stopi rasta ekonomije u celini. Investicije se smanjuju, što dovodi do pozitivnog novčanog toka i rasta racia isplate dividendi.

Kada preduzeće dostigne **fazu stabilnog rasta**, porast dobiti, ratio isplate dividendi i prinos na sopstveni kapital se stabilizuju na nivou koji je dugoročno održiv, pa se u ovoj fazi vrednost akcija preduzeća može izračunati pomoću Gordonovog modela rasta. Preduzeća se u fazi stabilnosti manje zadužuju i imaju niži tržišni rizik  $\beta$ .

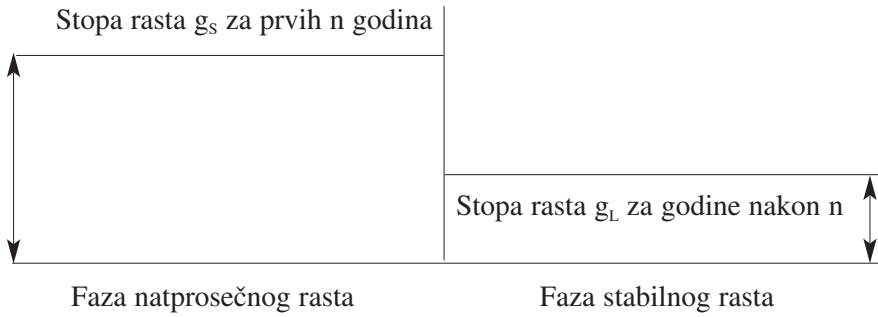
Od višefaznih modela diskontovanja dividendi, ovde će bliže biti predstavljeni dvofazni model diskontovanja dividendi, H-model i trofazni model diskontovanja dividendi.

### 2.1. Dvofazni model diskontovanja dividendi

Dvofazni model diskontovanja dividendi podrazumeva dve faze rasta. Prva faza jeste ona u kojoj je stopa rasta dobiti preduzeća iznad proseka. U većini slučajeva, visina stope rasta u prvoj fazi je tokom određenog broja godina  $n$  iznad dugoročno održive stope rasta. Međutim, preduzeće ne može trajno da održi stopu natprosečnog rasta, jer će visoke stope dobiti privući konkurenciju. Usled toga će, nakon  $n$  godina, preduzeće preći u drugu fazu rasta, koja se još naziva i fazom stabilnog rasta. Stabilnog iz razloga što se stopa rasta u njoj stabilizuje na nivou rasta ekonomije u celini ili ispod njega, uz očekivanja da će na tom nivou ostati u dugom vremenskom periodu.



**Slika 1:** Očekivani rast u dvofaznom modelu diskontovanja dividendi



Napomena: Prikaz autora

U dvofaznom modelu diskontovanja dividendi, vrednost akcije preduzeća jednaka je zbiru sadašnje vrednosti dividendi tokom faze nadprosečnog rasta i sadašnje vrednosti rezidualne ili terminalne vrednosti preduzeća na kraju perioda sa stopom rasta  $g_L$ , što je prikazano formulom 5 [Stowe, 2000, s. 72]:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n} \quad (5)$$

gde su:

$DIV_t$  – očekivane dividende po akciji u godini  $t$ ,  
 $r_e$  – očekivani prinos na sopstveni kapital (cena sopstvenog kapitala),  
 $P_n$  – rezidualna vrednost na kraju godine  $n$ ,  
 $g_s$  – nadprosečna stopa rasta u prvih  $n$  godina,  
 $g_L$  – stabilna stopa rasta nakon godine  $n$ .

U prvoj fazi, dividende se povećavaju po stabilnoj stopi rasta  $g_s$ , po formuli 6:

$$DIV_t = DIV_0(1+g_s)^t \quad (6)$$

U  $n+1$  godini dividenda počinje da raste po stopi  $g_L$  i može se izračunati prema formuli 7:

$$DIV_{n+1} = DIV_n(1+g_L) = DIV_0(1+g_s)^n(1+g_L) \quad (7)$$

Koristeći Gordonov model rasta možemo izračunati rezidualnu ili terminalnu vrednost  $P_n$  prema formuli 8:

$$P_n = \frac{DIV_0(1+g_s)^n(1+g_L)}{r-g_L} \quad (8)$$

Spajanjem prethodnih izraza, dobijamo formulu 9 [Stowe, 2000, s. 73]:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_0(1+g_s)^t}{(1+r)^t} + \frac{DIV_0(1+g_s)^n(1+g_L)}{(1+r)^n(r-g_L)} \quad (9)$$

**Primer 4:** Očekuje se da preduzeće Z ima dve faze rasta. U prvoj fazi preduzeće će rasti po stopi od 12%, a u drugoj po stopi od 8%. Prva faza traje 5 godina. Očekivani prinos na kapital je 10%.

Trenutna dividenda je \$1. Kolika je vrednost akcija preduzeća?

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_0(1+g_S)^t}{(1+r)^t} + \frac{DIV_0(1+g_S)^n(1+g_L)}{(1+r)^n(r-g_L)}$$

$$V_0 = \frac{1(1+0.12)}{(1+0.1)} + \frac{1(1+0.12)^2}{(1+0.1)^2} + \frac{1(1+0.12)^3}{(1+0.1)^3} + \frac{1(1+0.12)^4}{(1+0.1)^4} + \frac{1(1+0.12)^5}{(1+0.1)^5} + \frac{1(1+0.12)^5(1+0.08)}{(1+0.1)^5(0.01-0.08)} = \$64.37$$

Vrednost akcija preduzeća Z je \$64.37.

Prilikom izračunavanja rezidualne vrednosti preduzeća, primenjujemo stopu rasta  $g_L$  koja je uporediva sa stopom rasta ekonomije. Po pravilu je ratio isplate dividendi iz dobiti viši u fazi stabilnosti nego u fazi rasta. Naime, preduzeće u fazi stabilnosti reinvestira mnogo manji deo dobiti u svoje poslovanje nego što je to činilo u fazi visokog rasta zbog nedostatka atraktivnih investicionih prilika, pa je u mogućnosti da isplati veći deo svoje dobiti u obliku dividendi.

Treba istaći da se i tržišni rizik  $\beta$  preduzeća menja prelaskom iz jedne u drugu fazu. Naime, „razumno je pretpostaviti da preduzeće sa visokim rastom ima  $\beta$  u iznosu 2“ Prelaskom u fazu stabilnosti  $\beta$  preduzeća se smanjuje i po pravilu iznosi „između 0,8 i 1,2“. [Damodaran, 2002, poglavlje 13, s. 9] Jasno je da je zahtevani prinos na sopstveni kapital veći u fazi rasta nego u fazi stabilnosti usled višeg stepena rizika preduzeća. Prinos na sopstveni kapital u fazi stabilnosti se približava nivou prosečnog prinosa na sopstveni kapital industrijske grane kojoj pripada.

Postoje tri problema vezana za dvofazni model diskontovanja dividendi: [prema Damodaran, 2002, poglavlje 13, s. 9]

- Definisanje dužine perioda nadprosečnog rasta. Ukoliko pretpostavimo duži period nadprosečnog rasta, vrednost akcije se značajno povećava.
- Transformacija stope rasta od nadprosečne do stabilne preko noći. Iako ove iznenadne transformacije stope rasta mogu da se dese, mnogo je realnije pretpostaviti da se promena od visoke ka stabilnoj stopi rasta dešava postepeno u vremenu.
- Fokus na dividendama u ovom modelu može da vodi do iskrivljenih procena vrednosti akcija za preduzeća koja ne isplaćuju dividende u iznosima koje bi mogla da isplate. Vrednost preduzeća koje ne isplaćuje svu gotovinu u obliku dividendi, već je akumuliraju, biće potcenjena.

Kao što je već rečeno, dvofazni model diskontovanja dividendi najprikladniji je za određivanje vrednosti akcija preduzeća za koje predviđamo dve faze rasta, i to fazu natprosečnog rasta koja traje  $n$  godina i fazu stabilnog rasta koja se nastavlja nakon godine  $n$  i traje beskonačno. Faza natprosečnog rasta traje sve dok postoje izvori koji generišu takav rast. Ti izvori mogu biti patenti ili novi proizvodi koji će omogućiti preduzeću da izvestan broj godina uživa visoke stope rasta. Međutim, onog trenutka kada patent istekne ili kada preduzeće dobije konkurente koji će nuditi novi proizvod istog ili višeg kvaliteta, stope rasta preduzeća će opasti.

Dvofazni model rasta je prikladan za određivanje vrednosti akcija preduzeća koja pripadaju privrednoj grani sa natprosečnim rastom i značajnim ulaznim barijerama koje onemogućuju ulazak konkurencije u granu izvestan broj godina.

S obzirom da dvofazni model diskontovanja dividendi podrazumeva oštar pad stope rasta sa natprosečnog na prosečan nivo, on je prikladniji za preduzeća koja nemaju ekstremno visoke stope rasta u prvoj fazi, pa tako na primer „razumnije je pretpostaviti da preduzeće raste po stopi od 12% u periodu visokog rasta i da mu zatim stopa rasta opadne na 6%, nego da preduzeće raste po stopi od 40% u periodu visokog rasta“ [Damodaran, 2002, poglavlje 13, s. 10].

Pored isplate dividendi, preduzeća u SAD od 1990-tih sve češće vrše otkup svojih akcija od akcionara, te dividende nisu jedini oblik prinosa koji akcionari dobijaju. Zbog toga iznos otkupa akcija od akcionara treba da se uzme u obzir prilikom izračunavanja vrednosti akcija, a najjednostavniji način za to jeste da se na dividende jednostavno doda iznos otkupa akcija. Modifikovan racio udela isplate dividendi i modifikovanu stopu rasta možemo izračunati po formulama 10 i 11 [Damodaran, 2002, poglavlje 13, s. 15]:

$$\text{Modifikovan racio isplate dividendi} = (\text{dividende} + \text{iznos otkupa akcija}) / \text{neto dobit} \quad (10)$$

$$\begin{aligned} \text{Modifikovana stopa rasta} = \\ = (1 - \text{modifikovani racio isplate dividendi}) \times \text{prinos na sopstveni kapital} \end{aligned} \quad (11)$$

Problem koji ovde nastaje jeste taj što rezultujući racio može biti iskrivljen u slučaju da se otkup akcija neredovno sprovodi. Preduzeće, na primer, može jedne godine otkupiti akcije u vrednosti od 2 miliona dolara, a zatim idućih pet godina ne vršiti otkup akcija od akcionara. U tom slučaju, realnija procena modifikovanog racia isplate dividendi može se dobiti ukoliko se uzme njegova prosečna vrednost za period od pet godina.

Naposletku treba imati na umu da otkup sopstvenih akcija dovodi do smanjenja vrednosti sopstvenog kapitala, promene strukture kapitala u kojoj se povećava udeo duga, kao i do povećanja prinosa na sopstveni kapital. Nakon otkupa sopstvenih akcija potrebno je, dakle, ponovo izračunati stopu prinosa na sopstveni kapital, kako, prilikom procesa vrednovanja akcija, ne bi precenili vrednost preduzeća.

### 2.2. H model

H model je diskontni model kod koga se proces vrednovanja vrši u dve faze. U prvoj fazi koja traje 2H godina stopa rasta linearno opada s početnog nivoa  $g_S$  do nivoa  $g_L$ . Druga faza počinje nakon 2H godina i karakteriše je stabilna stopa rasta  $g_L$  koja se primejuje beskonačno. Model polazi od pretpostavke o konstantnom koeficijentu isplate dividendi i nepromenjenoj ceni sopstvenog kapitala na koje nema uticaj promena stope rasta. Cena akcije pomoću H modela se računa prema formuli 12: [Stowe, 2000, s. 76]

$$P_0 = \frac{DIV_0(1 + g_L)}{r_e - g_L} + \frac{DIV_0 H(g_S - g_L)}{r_e - g_L} \quad (12)$$

gde je:

$DIV_0$  – trenutne dividende,

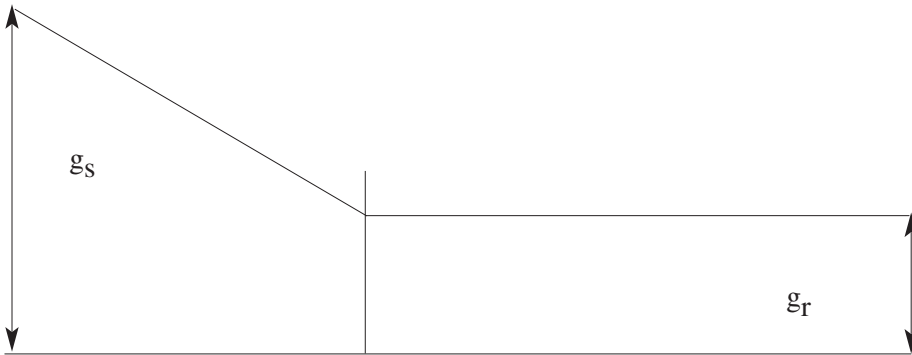
$r_e$  – očekivani prinos na sopstveni kapital (cena sopstvenog kapitala),

H – polovina dužine trajanja faze natprosečnog rasta (u godinama),

$g_S$  – početna kratkoročna stopa rasta dividendi,

$g_L$  – stabilna stopa rasta nakon godine nakon godine 2H.

**Slika 2:** Očekivani rast u H modelu



Izvor: Damodaran, A. [2002]. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, New York. poglavlje 13, s. 21

Iako H model rešava problem naglog prelaska sa natprosečne na stabilnu stopu rasta, prisutan u dvofaznom diskontnom modelu, nedostatak H modela leži u činjenici da stopa rasta u inicijalnoj fazi rasta opada linearno sa nivoa  $g_S$  na nivo  $g_L$ . Mala odstupanja od pretpostavke linearnosti nemaju značajan uticaj na rezultat, ali velika odstupanja dovode do značajnih problema.

Dodatni nedostatak H modela proizlazi iz pretpostavke o konstantnom koeficijentu isplate dividendi u obe faze. Navedena pretpostavka nije realna, s obzirom na to da kako se stopa rasta smanjuje, ratio isplate dividendi se obično povećava.

Model je prikladan za određivanje cena akcija preduzeća koja prolaze kroz fazu natprosečnog rasta u kojoj stopa rasta postepeno opada usled smanjivanja njihove konkurentske prednosti. Za primenu H modela zahteva se kombinacija visokog rasta i visokog koeficijenta isplate dividendi, te ovaj model nije prikladan za određivanje cena akcija preduzeća koja trenutno ne isplaćuju ili isplaćuju male dividende.

**Primer 5:** Vrednovaćemo akcije preduzeća M pomoću H modela, polazeći od sledećih pretpostavki:

- trenutna dividenda je \$0.8,
- rast dividendi linearno opada od 30% do 8% u periodu od 10 godina,
- očekivana stopa prinosa na akcionarski kapital je 12%.

$$P_0 = \frac{DIV_0(1 + g_L)}{r_e - g_L} + \frac{DIV_0 H(g_S - g_L)}{(r_e - g_L)}$$

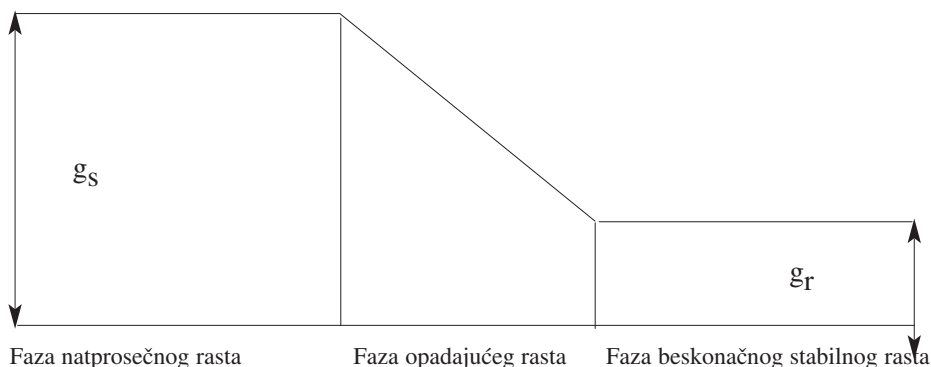
$$P_0 = \frac{0.8(1 + 0.08)}{(0.12 - 0.08)} + \frac{0.8 \frac{10}{2} (0.3 - 0.08)}{(0.12 - 0.08)} = \$43.6$$

Vrednost akcija preduzeća M je \$43.6.

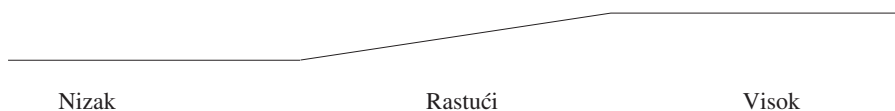
## 2.3. Trofazni model diskontovanja dividendi

Određivanje cene akcije preduzeća pomoću trofaznog modela diskontovanja dividendi podrazumeva da se proces vrednovanja vrši u tri faze i to: fazi natprosečnog rasta, fazi opadajućeg rasta i fazi stabilnog rasta.

**Slika 3:** Očekivani rast u trofaznom modelu



### Racio isplate dividendi



Izvor: Adaptirano prema: Damodaran, A. [2002]. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, New York, poglavlje 13, s. 24

Kao što se može videti na slici 3, faza dva i faza tri u trofaznom modelu odgovaraju fazama H modela, pa se vrednost akcija računa kao sadašnju vrednost očekivanih dividendi tokom perioda natprosečnog rasta (prve faze) i formule za izračunavanje vrednosti akcija u H modelu (faza dva i faza tri), po formuli 13:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_0(1+g_S)^t}{(1+r_e)^t} + \frac{DIV_0(1+g_S)^n(1+g_L)}{(1+r_e)^n(r_e-g_L)} + \frac{DIV_0(1+g_S)^n H(g_S-g_L)}{(1+r_e)^n(r_e-g_L)} \quad (13)$$

gde su:

$DIV_0$  – trenutne dividende,

$r_e$  – očekivani prinos na sopstveni kapital (cena sopstvenog kapitala),

$H$  – polovina dužine trajanja faze natprosečnog rasta (u godinama),

$g_S$  – početna kratkoročna stopa rasta dividendi,

$g_L$  – stabilna stopa rasta dividendi.

**Primer 6:** Preduzeće K ćemo vrednovati pomoću trofaznog modela diskontovanja dividendi, polazeći od sledećih pretpostavki:

- trenutna dividenda je \$0.8,
- rast dividendi linearno opada od 15% do 8% u periodu od 10 godina,
- očekivana stopa prinosa na akcionarski kapital je 12%.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_0(1+g_s)^t}{(1+r)^t} + \frac{DIV_0(1+g_s)^n(1+g_L)}{(1+r)^n(r-g_L)} + \frac{DIV_0(1+g_s)^n H(g_s-g_L)}{(1+r)^n(r-g_L)}$$

$$P_0 = \frac{0.8(1+0.15)}{(1+0.12)} + \frac{0.8(1+0.15)^2}{(1+0.12)^2} + \frac{0.8(1+0.15)^3}{(1+0.12)^3} + \frac{0.8(1+0.15)^4}{(1+0.12)^4} + \frac{0.8(1+0.15)^5}{(1+0.12)^5} +$$

$$+ \frac{0.8(1+0.15)^5(1+0.08)}{(1+0.12)^5(0.12-0.08)} + \frac{0.8 \frac{10}{5} (1+0.15)^5 (0.15+0.08)}{(1+0.12)^5(0.12-0.08)} = \$36.97$$

Vrednost akcija preduzeća K je \$36.97.

Vrednost sopstvenog kapitala, odnosno akcija možemo izračunati i na osnovu formule 14: [Damodaran, 2002, poglavlje 13, s. 24]

$$Vrednost\ sopstvenog\ kapitala = P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{n2} \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+r_e)^n} =$$

$$= \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{n2} \frac{DIV_t}{(1+r_e)^t} + \frac{DIV_{n2+1}}{(r_e - g_L)(1+r_e)^n} \quad (14)$$

gde je:

$DIV_t$  – dividenda u godini  $t$ ,

$P_{n2}$  – terminalna vrednost preduzeća na kraju prelaznog perioda rasta,

$r_e$  – očekivani prinos na sopstveni kapital (cena sopstvenog kapitala),

$g_L$  – stopa rasta u fazi stabilnosti,

$n1$  – kraj faze natprosečnog rasta,

$n2$  – kraj faze prelaznog rasta.

Model je najprikladniji za određivanje vrednosti akcija preduzeća koja rastu po natprosečnoj stopi rasta određen broj godina, a potom im stopa rasta postepeno opada usled opadanja diferencijalne konkurentske prednosti do nivoa stabilne stope koja će se primenjivati beskonačno.

## ZAKLJUČAK

Rad je posvećen objašnjenju postupka procene vrednosti akcija korišćenjem modela diskontovanja dividendi. Svako vrednovanje se zasniva na kvantifikovanju budućih koristi.

Polazeći od nemogućnosti procene budućih kapitalnih dobitaka, vrednost akcija se može alternativno proceniti putem diskontovanja svih budućih predviđenih dividendi. Kao ključna tačka postupka, naglašena je važnost utvrđivanja odgovarajućih visina zah-



tevine stope rasta sopstvenog kapitala, koja bi trebalo da bude viša od očekivane stope rasta dividendi.

U prvom delu rada objašnjen je model diskontovanja dividendi sa osvrtom na primenjivost Gordonovog modela konstantnog rasta. Pri tom je dužna pažnja posvećena bližem određenju veze između vrednosti diskontovanih dividendi i terminalne vrednosti preduzeća. U drugom delu rada dat je detaljan prikaz višefaznih modela diskontovanja dividendi (dvofaznog, trofaznog i H modela).

Model diskontovanja dividendi je moguće prilagoditi različitim fazama životnog ciklusa u kojem se preduzeće nalazi. Pa tako, za preduzeća kojima je moguće predvideti dve faze rasta (fazu natprosečnog rasta i fazu stabilnog rasta) primenjuje se dvofazni model diskontovanja dividendi prilikom određivanja cene akcija. Karakterističan je za preduzeća koja pripadaju privrednoj grani sa natprosečnim rastom i koja onemogućuju ulazak konkurencije u granu određen broj godina. Zatim, kod preduzeća koja su novim proizvodom, ili patentom stekla prednost na tržištu i uživaju visoke stope rasta određen broj godina. Međutim, prilikom primene modela može se javiti problem tačnog određivanja faze natprosečnog rasta, posle kojeg se naglo (preko noći) stopa rasta smanjuje. Pošto je skoro izvesno da stopa rasta u preduzećima postepeno opada, javila se potreba za H modelom koji se sastoji iz faze opadajuće stope rasta i faze stabilnog rasta. Ipak, stopa rasta opada linearno, a racio is-

plate dividendi je u obe faze konstantan, što može uticati na realnost dobijenih vrednosti akcija procenjenih ovim modelom. Trofazni modeli se primenjuju kod preduzeća kojima se predviđaju tri faze rasta, i to faza natprosečnog, faza opadajućeg i faza stabilnog rasta.

Navodeći dobre i loše strane varijacija modela diskontovanja dividendi za procenu vrednosti akcija, zaključeno je da višefazni modeli predstavljaju relativno uspešan pokušaj teorijskog prilagođavanja promenljivoj poslovnoj stvarnosti. Ono što se postavlja kao generalno ograničenje modela diskontovanja dividendi jeste predviđanje budućih dividendi, čija visina može da zavisi od diskrecione odluke menadžera. Rešavanje ovog problema se vidi u korišćenju novčanih tokova nakon servisiranja dugova, koji predstavljaju stvarne dividende, za razliku od potencijalnih koje se koriste u modelu diskontovanja dividendi.

### LITERATURA

1. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. [2009] *Osnovi investicija: šesto izdanje*, 1. srpsko izd., Datastatus, Beograd
2. Brealy, R., Myers, S., Marcus, A. [2001]. *Fundamentals of Corporate Finance*, Third Edition, McGraw-Hill, New York.
3. Brealey, R., Myers, S. [2003]. *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York.



4. CFA Institute. [2005]. *Corporate Finance and Equity*, Pearson Custom Publishing, Boston.
5. Damodaran, A. [2002]. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, New York.
6. Damodaran, A. [2007]. *Korporativne finansije: teorija i praksa*, Modus-Centar za statistička istraživanja i prognoze, Podgorica.
7. Dugalić, V., Štimac, M. [2007]. *Osnove berzanskog poslovanja*, Stubi kulture, Beograd.
8. Garrett, I., Priestley, R. [2012]. *Dividend Growth, Cash Flow, and Discount Rate News*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 47, No. 5, pp. 1003–1028
9. Payne, T.H., Finch, J.H. [1999]. *Effective teaching and use of the constant growth dividend discount model*, Financial Services Review, Vol. 8, No. 4, pp.283–291ww
10. Stowe, J. [2000]. *Analysis of Equity Investments*, AIMR, Pearson Custom Publishing, Boston.

Rad primljen: 20. 2. 2013.  
UDK:336.76 ; 336.781.5; 338.23:336.74  
ID BROJ: 203290380  
Stručni rad

## **ANALIZA DETERMINANTI OBLIKA KRIVE PRINOSA NA NOVIM FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA**

### ***ANALYSIS OF YIELD CURVE SHAPE DETERMINANTS IN EMERGING MARKETS***

**Dr Nermina POBRIĆ**  
**Ekonomski fakultet, Brčko**

#### **Rezime**

U zemljama sa nastajućim tržištem investitorova percepcija visokog rizika neizvršenja obaveze (engl. default risk) kod obveznica generiše pritisak na tražnju za kratkoročnim finansiranjem i nespremnost emitenata da osiguraju veći prinos na dugoročna nego na kratkoročna ulaganja u obveznice. Dakle, kriva prinosa na nastajućim tržištima je pretežno inverzna, tj. ima negativan nagib, posmatrano i u vremenskoj i u prostornoj dimenziji. Determinante investitorove percepcije visokog rizika ulaganja u obveznice zemalja sa nastajućim tržištem su nestabilnost i nelikvidnost finansijskog tržišta, visok nivo javnog, pre svega spoljnog duga, potrošačka orijentacija budžeta i veliki budžetski deficiti, nestabilnost deviznog kursa i česte valutne krize, visoka inflacija, niska stopa rasta bruto domaćeg proizvoda, štednje i investicija i veliko učešće potrošnje u društvenom proizvodu, intenzivnija primena na pravilima zasnovanih umesto tržišno zasnovanih instrumenata monetarne regulacije, korupcija, opasnost od rata i terorizma i neizvesnost ishoda političkih izbora i održivosti koalicionih i manjinskih vlada.

**Ključne reči:** ROČNA STRUKTURA KAMATNIH STOPA, KRIVA PRINOSA, DRŽAVNE OBVEZNICE, NASTAJUĆA TRŽIŠTA

### Summary

*Investors' high default risk perception generates pressure on demand for short term financing and unreadiness of issuers to ensure higher return on long term than on short term bond investment in emerging markets. Accordingly, yield curve in emerging markets is prevalingly inverted i.e. has negative slope in time and area. Investors' high risk perception determinants of investment in emerging market bonds are instability and unliquidity of financial market, high level of public primarily foreign debt, spending orientation of budget and high level of budget deficits, instability of exchange rate and frequent currency crises, double digit inflation rate, low GDP, saving and investment growth rates and high proportion of spending in GDP, more intensive implementation of rule based than market based instruments of monetary regulation, corruption, war and terrorism threats and uncertainties of political election consequences and coalition and minority governments maintainability.*

**Key Words:** TERM STRUCTURE OF INTEREST RATE, YIELD CURVE, GOVERNMENT BONDS, EMERGING MARKETS

### UVOD

Oblik, nagib i promene krive prinosa (engl. Yield Curve) jesu fenomeni koji u finansijskoj ekonomiji još uvek izazivaju kontroverze. Izvan ovog spora jeste velika upotrebna vrednost krive prinosa. Analitički koncept krive prinosa omogućava određivanje zahtevanog prinosa kod svih instrumenata duga. Činjenica da se zahtevani prinos kod rizičnih instrumenata duga formira na osnovu nerizičnog prinosa i premije za rizik potvrđuje ulogu krive prinosa u vrednovanju instrumenata duga. Nadalje, kriva prinosa omogućava merenje i upoređivanje zahtevanog i stvarnog prinosa instrumenata duga istog kreditnog kvaliteta, a različitog dospeća, kao i različitog kreditnog kvaliteta, a istog dospeća. Uporedna analiza prinosa instrumenata duga je bitno analitičko

oruđe portfolio upravljanja jer se investicione odluke donose na osnovu sadašnje i buduće forme krive. Konačno, kriva prinosa omogućava određivanje stopa budućih prinosa jer tržišna očekivanja budućih kamatnih stopa generišu oblik krive prinosa. Korekcijom tekuće ročne strukture kamatnih stopa očekivanjima tržišnih učesnika izvodimo buduću (forward) ročnu strukturu kamatnih stopa. Informacioni sadržaj forward krive prinosa relevantan je ne samo za potencijalne investitore, emitente i portfolio menadžere, već i za centralnu banku i državni trezor posebno u delu koji se odnosi na forward kamatne stope i očekivanu stopu inflacije. Veliki značaj krive prinosa obveznica u finansijskoj teoriji i praksi razvijenih i nastajućih finansijskih tržišta nameće potrebu za istraživanjem determinanti oblika krive prinosa obveznica. Osnovna namera

autora je da u radu otkrije odgovore na sledeća dva ključna pitanja: koji su osnovni tipovi deformacije oblika krive prinosa na nastajućim tržištima i koji su osnovni uzroci deformacije oblika krive prinosa na nastajućim tržištima.

### **1. OSNOVNI TIPOVI DEFORMACIJE OBLIKA KRIVE PRINOSA NA NASTAJUĆIM TRŽIŠTIMA**

Dosadašnja istraživanja ponašanja krive prinosa na novim (nastajućim, engl. *emerging*) tržištima<sup>1</sup> dovode do spoznaje da kriva prinosa veoma retko ispoljava jasan, teorijski utemeljen oblik (normalan, inverzan ili ravan). U praksi obično postoje manja ili veća odstupanja od tri standardna oblika. Tako, uobičajene varijante oblika krive prinosa na novim tržištima su inverzan, inverzan na kratkim, a normalan na dugim rokovima, inverzan sa velikim nagibom i nivoom na kratkim, a ravan na dugim rokovima, ravan i ravan sa malom „grbom“ na kratkim rokovima.

U zemljama sa nastajućim tržištem investitorova percepcija visokog rizika neizvršenja obaveze (engl. *default risk*)

kod obveznica generiše pritisak na tražnju za kratkoročnim finansiranjem i nespremnost emitenata da osiguraju veći prinos na dugoročna nego na kratkoročna ulaganja u obveznice. Kako se nestabilnost i nelikvidnost finansijskog tržišta i nestabilnost makroekonomskih i političkih prilika povećavaju, investitori percipiraju kreditni rizik većim. Kao posledica toga, prinos kratkoročnih obveznica se povećava, nagib normalne krive prinosa se smanjuje do trenutka izravnavanja krive, a nakon transformacije u inverzan oblik negativni nagib krive prinosa raste. S obzirom na to da su nestabilnost i nelikvidnost finansijskog tržišta i nestabilnost makroekonomskih i političkih prilika u zemljama sa nastajućim tržištima vrlo visoki, kriva prinosa je pretežno inverzna, posmatrano i u vremenskoj i u prostornoj dimenziji. Da bismo dokazali ovu tvrdnju, analiziraćemo krive prinosa po jedne zemlje iz sva tri regiona sa zemljama sa nastajućim tržištem (Latinska Amerika, Azija i Jugoistočna Evropa). Naime, analiziraćemo i upoređivaćemo krive prinosa Brazila, Južne Koreje (u daljem tekstu Koreje) i Srbije<sup>2</sup>. U dvema, Brazilu i Srbiji, od tri

---

<sup>1</sup> Alper, C.E., Akdemir, A., Kazimov, K., 2004. „*Estimating Yield Curves in Turkey: Factor Analysis Approach*“, Bogazice University, Economics Working Paper No. ISS/EC-2004-04, Gerlach, S., 2001. „*Interpreting the Term Structure of Interbank Rates in Hong Kong*“, Hong Kong Institute for Monetary Research, Working Paper No. 14/2001, Huang, H., Zhu, N., 2007. „*The Chinese Bond Market: Historical Lessons, Present Challenges and Future Perspectives*“, YALE ICF, Working Paper No. 07-04, Matsumura, M.S., Moreira, A.R.B., 2006. „*Macro Factors and the Brazilian Yield Curve with No Arbitrage Models*“, Texto Para Discussao No. 1210, „*Bond Market in Serbia: Regulatory Challenges for an Efficient Market*“, 2005. Jefferson Institute, Belgrade.

<sup>2</sup> Za dokazivanje tvrdnji u nastavku rada, analiziraćemo i upoređivaćemo prilike na istim nastajućim tržištima.

analizirane zemlje sa nastajućim tržištem, kriva prinosa je pretežno inverzna. Zbog dobrih makroekonomskih performansi kriva prinosa Koreje ima, za razliku od krivih prinosa mnogih drugih zemalja sa nastajućim tržištem, relativno ravan oblik i nizak nivo. Kriva prinosa Brazila je u periodu od marta 2005. do kraja 2007. bila potpuno ili delimično inverzna u dugim vremenskim intervalima (potpuno od marta 2005. do maja 2006. i od decembra 2006. do kraja jula 2007. a delimično, za kratke rokove do dospeća, od maja do novembra 2006). Samo u periodu od sredine avgusta do kraja 2007. kriva prinosa bila je normalna. U Srbiji na početku trgovanja obveznicama stare devizne štednje prinosi dugoročnih obveznica su bili niži od prinosa kratkoročnih obveznica, tj. kriva prinosa je bila inverzna. Prvi signal normalizacije krive prinosa javio se početkom jula 2003. godine, a potpuna stabilizacija ročne strukture vidljiva je već u 2004. godini. Period normalizacije krive prinosa trajao je do oktobra 2005. godine. Od oktobra 2005. do kraja drugog kvartala 2007. kriva prinosa je bila pretežno inverzna. Početkom trećeg kvartala trend inverzije krive je kratkotrajno prekinut kada je deo krive za rokove dospeća od jedne do pet godina normalizovan, ali je deo krive za ostale rokove dospeća ostao i dalje inverzan. Kriva prinosa bila je kontinuirano inverzna sa varijacijama u nagibu cele ili delova

krive u prva tri kvartala 2008. godine. Trend potpune inverzije krive je kratkotrajno prekinut u četvrtom kvartalu kada je deo krive za rokove dospeća od dve do sedam godina normalizovan, ali su delovi krive za ostala dospeća ostali i dalje inverzni.

### **2. UZROCI DEFORMACIJE OBLIKA KRIVE PRINOSA NA NASTAJUĆIM TRŽIŠTIMA**

Prva grupa faktora koji utiču na investitorovu percepciju visokog rizika ulaganja u obveznice i, posledično, inverziju krive prinosa zemalja sa nastajućim tržištem su nestabilnost i nelikvidnost finansijskog tržišta. Makroekonomska i politička (ne)stabilnost, (ne)stabilnost finansijskog sistema i širina i dubina tržišta instrumenata duga utiču na stabilnost nastajućih tržišta obveznica. Parcijalne determinante makroekonomske i političke stabilnosti, pa tako i stabilnosti nastajućih tržišta obveznica su fiskalna, devizna i monetarna stabilnost, kriminal i korupcija, rat i terorizam i održivost manjinskih i koalicionih vlada, stabilnosti finansijskog sistema su stabilnost tržišta akcija, tržišta novca i bankarskog sistema i širine i dubine tržišta instrumenata duga su razvijenost baze tržišnih učesnika i potpunost i razvijenost tržišne infrastrukture i tržišne regulative.<sup>3</sup> Determinante likvidnosti tržišta obveznica su veličina tržišta obveznica, razvijenost

---

<sup>3</sup> Videti detaljnije u: Bakirov, R., Grishan, M., (2000), „*Banking Regulation and Financial Stability*“, Economic Education and Research Consortium Russia, Final Report), Rojas-Suarez, L., (2001),

pravne infrastrukture, dubina tržišne mikrostrukture, razvijenost tržišta derivata, raznovrsnost baze investitora i intenzitet regionalne saradnje.<sup>4</sup> Brazilsko tržište instrumenata federalnog javnog duga, na primer je danas jedno od najrazvijenijih i najlikvidnijih među nastajućim tržištima. Sa obimom emitovanih federalnih državnih obveznica od skoro jedan bilion reala (545 milijardi dolara) na kraju 2005. godine, brazilsko tržište federalnih obveznica bilo je tri puta veće od meksičkog i više od četiri puta veće od argentinskog, čileanskog i kolumbijskog tržišta zajedno. Iako likvidnije od mnogih, brazilsko tržište je relativno nelikvidno. Koeficijent prometa iznosio je 2005. 3,96. Podizanju stepena likvidnosti sekundarnog tržišta federalnih obveznica doprinose repo operacije, buyback i sellback operacije, kreditiranje hartijama od vrednosti i prodaja na kratko i aktivnosti dilera. Kreditiranje hartijama od vrednosti i prodaja na kratko su u Brazilu u inicijalnoj fazi razvoja. Smetnje širenju primene ovih operacija su nepostojanje relevantne

pravne regulative i nedovoljnost tražnje za istim, jer se investitori neretko ponašaju u skladu sa buy and hold strategijom. Trenutno, u Brazilu funkcionišu dve grupe dilera, primarni dileri i dileri specijalisti (sekundarni dileri), svakih po deset.<sup>5</sup> Do 2005. godine korejsko tržište obveznica postalo je drugo po veličini u Istočnoj Aziji. Ovo tržište je, takođe, najdiverzifikovanije u regionu sa učešćem korporativnih hartija od vrednosti u ukupnom obimu od 26% i obveznica finansijskih institucija od 44%. Krajem 2007. godine korejsko tržište obveznica bilo je treće po veličini u Aziji, iza japanskog i kineskog tržišta. U cilju povećavanja likvidnosti sekundarnog tržišta obveznica u Koreji od 2000. godine do danas preduzete su različite mere. Naime, 2000. godine uspostavljeni su sistem emisije zamenljivih (fungibilnih) trezorskih obveznica (fungible-issue system ili reopening system) i sistem primarnih dilera, 2002. godine uspostavljeni su repo tržište i sistem obaveznog trgovanja primarnih dilera benchmark instrumentima na

---

„Can International Capital Standards Strengthen Banks in Emerging Markets?“, Institute for International Economics, Working Paper No. 01-10, Zoli, E., (2007), „Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda“, International Monetary Fund, WP/07/245, Glaessner, T., Ladekarl, J., (2001), „Issues in Development of Government Bond Market“, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=882875>, Haiss, P., Marin, S., (2005), „Options for Developing Bond Markets – Lessons from Asia for Central and Eastern Europe“, Europainstitut, Working Paper No. 63, Harwood, A., (2000), *Building Local Bond Markets: An Asian Perspective*, International Finance Corporation.

<sup>4</sup> Videti detaljnije u: Asian Development Bank, Asia Bond Monitor, 11/06.

<sup>5</sup> Videti detaljnije u: Bevila, A.S., Garcia, M.G.P., (2000), „Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead“, World Bank, WPS2402, Leal, R.P.C., Carvalhal-da-Silva, A.L., (2005), „The Development of the Brazilian Bond Market“, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=935268>, „OTC Fixed Income Market in Brazil“, (2007), ANDIMA, Economic Report.

berzi, a od 2000. godine se kontinuirano radi na povećavanju transparentnosti informacija i aktivnosti na tržištu.<sup>6</sup> Prema obimu tržišne kapitalizacije, Beogradska berza, organizovano tržište kapitala u Srbiji, spada među manje razvijena tržišta u grupi zemalja u tranziciji i zemalja u razvoju Centralne i Istočne Evrope. Iako skoro tri puta veća od proseka za celo tržište državnih obveznica, likvidnost najtrgovanije serije obveznica A2016 u 2008. i prvih pet meseci 2009. bila je vrlo niska. Dakle, tržište obveznica stare devizne štednje u Srbiji nije duboko i likvidno.<sup>7</sup>

Na investitorovu percepciju visokog rizika ulaganja u obveznice i, posledično, inverziju krive prinosa zemalja sa nastajućim tržištem utiču i faktori u sferi fiskalne politike, visok nivo javnog, pre svega spoljnog duga, potrošačka orijentacija budžeta i veliki budžetski deficiti. Rapidna međunarodna integracija tržišta kapitala omogućila je zemljama sa nastajućim tržištem brži rast, a istovremeno uzrokovala je povećanje rizika nastanka finansijskih kriza. Dosadašnje iskustvo sa finansijskim krizama pokazuje da je visok nivo javnog duga važan pratilac finansijske

nestabilnosti. Porast odnosa duga i GDP-a u periodu krize uzrokovan je povećanjem i domaćeg i spoljnog duga. Međutim, u kriznom periodu učešće rasta spoljnog duga u rastu ukupnog duga bilo je dominantno. Naglo povećanje relativnog učešća rasta spoljnog duga u rastu ukupnog duga uslovljeno je rastom deviznog kursa, znatnim učešćem duga denominovanog u stranoj valuti u ukupnom spoljnom dugu i traženjem finansijske podrške od multilateralnih institucija.<sup>8</sup> U Srbiji, na primer, znatno učešće duga denominovanog u stranoj valuti u ukupnom spoljnom dugu kulminiralo je dužničkom krizom. Naime, Srbija, kao članica nekadašnje Jugoslavije, prekomerno se zadužila u inostranstvu tokom sedamdesetih godina, a narasle kamate na te kredite, tokom osamdesetih godina, uslovile su dužničku krizu. Srbija je početkom devedesetih godina zamrzнула odnose sa inostranim poveriocima i čitavu deceniju nije otplaćivala spoljni dug. Od 2000. godine do danas postignut je značajan napredak u reprogramiranju starog spoljnog duga preduzeća, banaka i države, kao i u čvrstoj kontroli novog zaduživanja javnog sektora. Problem visokog spolj-

---

<sup>6</sup> Videti detaljnije u: Batten, J.A., Szilagyi, P.G., (2007), „*Domestic Bond Market Development: The Arirang Bond Experience in Korea*“, The World Bank Research Observer No. 2, str. 165-195., Kang, K., Kim, G., Rhee, C., (2006), „*Developing the Government Bond Market in South Korea: Challenges and Implications for Asian Countries*“, Asian Economic Papers No. 4:2, „*Guide to Investment in Korean Government Bonds*“, (2008), Ministry of Finance and Economy and Korea Exchange, „*Securities Market in Korea*“, (2008), Korean Securities Dealers Association.

<sup>7</sup> Videti detaljnije u: Mu, Y., Horgan, M., (2006), „*Government Securities, Money Market and Cash Management in Serbia: Key Issues and Recommendations for Development*“, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=908642>, „*Bond Markets in Serbia*“, (2005), Jefferson Institute.

<sup>8</sup> Videti detaljnije u: De Bolle, M., Rother, B., Hakobyan, I., (2006), „*The Level and Composition of Public Sector Debt in Emerging Market Crises*“, International Monetary Fund, WP/06/186.



nog duga rešavan je u tri faze. U prvoj fazi, Srbija je reintegrirana u međunarodne institucije. U drugoj fazi, Srbija je pregovarala sa Pariskim klubom poverilaca o reprogramiranju dugova. Pregovori sa Londonskim klubom komercijalnih poverilaca o reprogramiranju dugova usledili su u trećoj fazi.<sup>9</sup> Posledice visokog nivoa stranog duga, tj. spoljnog duga i/ili domaćeg duga denominovanog ili vezanog za stranu valutu, mogu da budu teškoće kod ponovnog zaduživanja, nagle promene kamatne stope i deviznog kursa, promene investitorove percepcije rizika ulaganja i promene planova širenja stranih banaka.<sup>10</sup> Pored valutne, i ročna struktura javnog duga je u većini zemalja sa nastajućim tržištem za vreme i neposredno nakon krize pogoršana. Postavlja se pitanje zašto se zemlje sa nastajućim tržištem zadužuju na kratak rok kada to sa sobom nosi rizik od naglog povlačenja kapitala i krize likvidnosti? Međunarodna tržišta kapitala zahtevaju veće premije za rizik kada zemlje sa nastajućim tržištem emituju instrumente dugoročnog duga i kada se približavaju krize. Visoka vremenska premija je odraz visoke premije za rizik koju zahtevaju investitori da bi ulagali u instrumente dugoročnog umesto u instrumente kratkoročnog duga.<sup>11</sup> Kada dugoročni

dug postane suviše skup, zemlje će više emitovati instrumente kratkoročnog duga. Veliki pritisak na tražnju za kratkoročnim finansiranjem generiše negativnu razliku između prinosa dugoročnih i prinosa kratkoročnih instrumenata duga i inverziju krive prinosa.

Strategije fiskalnog oporavka su smanjivanje rashoda i povećavanje poreza. Teoretičari i praktičari preferiraju smanjivanje fiskalnog deficita smanjivanjem javne potrošnje. Finansijska tržišta, takođe, bolje valorizuju smanjenje tekuće potrošnje nego smanjenje investicija jer percipiraju da bi smanjenje investicija moglo imati direktan nepovoljan uticaj na rast. Način finansiranja tekuće potrošnje utiče na rizik neizvršavanja obaveza zemlje. Tekuća potrošnja finansirana dugom povećava rizik neizvršenja obaveza države više nego teuća potrošnja finansirana porezima. Fiskalni oporavak ostvaren smanjivanjem potrošnje je konačan i održiv, dok su rezultati primene strategije fiskalnog oporavka zasnovane na povećavanju prihoda kratkotrajni. Nizak odnos javni dug/GDP je koristan indikator održivosti vladine fiskalne politike. Nizak relativni odnos znači da će vlada moći da otplati dug u normalnim ekonomskim uslovima, tako da će investitori zahtevati nisku premiju za rizik

---

<sup>9</sup> Videti detaljnije u: Bošnjak, M., (2005), „*Javni dug Republike Srbije: stanje i perspektive*“, Ekonomski anali broj 164, str. 119-133.

<sup>10</sup> Videti detaljnije u: Gelos, R.G., Sahay, R., Sandleris, G., (2004), „*Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?*“, International Monetary Fund, WP/04/221, De Paoli, B., Hoggarth, G., Saporta, V., (2006), „*Costs of Sovereign Default*“, Research and Analysis, Quarterly Bulletin 2006/Q3: 297-307.

<sup>11</sup> Videti detaljnije u: Broner, F.A., Lorenzoni, G., Schmukler, S.L., (2004), „*Why Do Emerging Economies Borrow Short Term?*“, World Bank, WPS3389.

neizvršavanja obaveza. Suprotno, kada visina duga premašuje određeni kritičan nivo, mogućnosti države za vođenje ekspanzivnih politika su ograničene, što može da uzrokuje veću premiju za rizik neizvršavanja obaveze i volatilitnost troškova finansiranja.<sup>12</sup> Iskustva Koreje ukazuju na važnost pravilnog tumačenja podataka o odnosu javnog duga i GDP-a. Naime, kod utvrđivanja zvaničnog budžetskog balansa u Koreji kvazifiskalne aktivnosti javnih preduzeća i javnih fondova i uslovne obaveze po osnovu programa državnog garantovanja nisu se uzimale u obzir. Ignorisanje velikog obima emitovanih državno garantovanih obveznica je ozbiljno iskrivljivalo stvarnu sliku o fiskalnoj poziciji Koreje. Upravo, činjenica da ogroman državno garantovani dug nije bio uključen u merenje zvaničnih budžeta bila je razlog da IMF program za Koreju dozvoli znatnu fiskalnu ekspanziju, za razliku od IMF programa za zemlje Latinske Amerike. IMF-ov stabilizacioni program, koji je sproveden u Koreji neposredno posle krize, zahtevao je, inicijalno, restriktivnu fiskalnu politiku. On je nalogao ostvarivanje uravnoteženog budžeta ili malog budžetskog suficita uz očekivanje da stopa privrednog rasta u 1998. bude oko 3%. Stvarna stopa rasta GDP-a u 1998. bila je mnogo niža od očekivane, -6,8%. Ovaj neočekivano dra-

stičan pad privredne aktivnosti primorao je IMF i korejsku vladu da se prioritiziraju na ekspanzivnu fiskalnu politiku sredinom 1998. godine. Posledica ekstremno ekspanzivne fiskalne politike bila je kontinuirano povećanje fiskalnog deficita.<sup>13</sup> Pored odnosa duga i GDP-a, sa stanovišta fiskalne održivosti relevantna je i dinamika duga. Ako je „održivi“ nivo znatno iznad tekućeg nivoa duga, država bi u dugom roku, teorijski, mogla da podnese velike fiskalne deficite. Međutim, dug koji u svojoj dinamici ispoljava rastući trend investitori smatraju neodrživim jer se rizik krize povećava. S druge strane, visok nivo duga investitori mogu da percipiraju održivim ako ispoljava opadajuću tendenciju. Kritičan nivo odnosa duga i GDP-a, iznad kojeg zemlja postaje osetljiva na šokove koji mogu da naruše fiskalnu održivost, nije precizno određen. On zavisi od nivoa privatne štednje, istorije neizvršavanja obaveza zemlje, nivoa ekonomskog i institucionalnog razvoja i ekonomskih i političkih uslova. Iskustvo pokazuje da je kritičan nivo odnosa duga i GDP-a viši u razvijenim zemljama nego u zemljama sa nastajućim tržištem.<sup>14</sup>

Treću i četvrtu grupu faktora koji utiču na investitorovu percepciju visokog rizika ulaganja u obveznice i, posledično, inverziju krive prinosa zemalja sa nastajućim tržištem čine faktori u

---

<sup>12</sup> Videti detaljnije u: Akitoby, B., Stratmann, T., (2006), „*Fiscal Policy and Financial Markets*“, International Monetary Fund, WP/06/16.

<sup>13</sup> Videti detaljnije u: Lee, Y., Rhee, C., Sung, T., (2005), „*Fiscal Policy in Korea: Before and After the Financial Crisis*“, 61st Congress of the International Institute of Public Finance.

<sup>14</sup> Videti detaljnije u: Akitoby, B., Stratmann, T., navedeno delo.

sferi devizne, nestabilnost deviznog kursa i česte valutne krize, i monetarne, visoka inflacija i intenzivnija primena na pravilima zasnovanih umesto tržišno zasnovanih instrumenata monetarne regulacije, politike. Mogući uzroci valutne krize su režim deviznog kursa, prostorno širenje zaraze (engl. contagion), naglo povlačenje investitora, loša makroekonomska pozicija zemlje, globalni šokovi i regionalni faktori. U prethodne tri decenije valutne krize su češće nastajale u zemljama sa režimom manje fiksnog deviznog kursa, dok su valutne i bankarske krize istovremeno češće nastajale u zemljama sa režimom čvrsto fiksnog deviznog kursa. Dakle, zemlje sa režimom čvrsto fiksnog deviznog kursa bile su manje sklone valutnim krizama, a sklonije istovremenim valutnim i bankarskim krizama.<sup>15</sup> Azijska valutna kriza je potvrdila o postojanju odstupanja od opšteg trenda. Naime, azijsku krizu uzrokovalo je čvrsto vezivanje vrednosti nacionalnih valuta za vrednost američkog dolara. Ona je naterala mnoge zemlje u regionu da sa režima fiksnog pređu na režim varijabilnog deviznog kursa. Američki dolar igrao je dominantnu ulogu međunarodne referentne valute u Istočnoj Aziji sve do nastanka valutne krize u julu 1997. godine. U toku krize uloga američkog dolara kao referentne valute je, privremeno, znatno smanjena. Kada je valutna kriza prevaziđena, u drugoj polovini 1998. godine, većina zemalja Istočne

Azije vratila se na pretkrizni režim deviznog kursa, tj. na ponovno čvrsto vezivanje vrednosti nacionalne valute za vrednost američkog dolara. Postavlja se pitanje šta je podstaklo zemlje Istočne Azije da nakon valutne krize ponovo uspostave režim fiksnog deviznog kursa, tj. režim koji je uzrokovao krizu. Odgovor leži u činjenici da zemlje sa nastajućim tržištem daju veći prioritet valutnoj stabilnosti nego potrebi za fleksibilnošću. Takav raspored prioriteta uzrokovan je strahom od smanjenja kredibiliteta i fiskalne discipline, intenzivnog odliva kapitala, naglog pada privredne aktivnosti, rasta kamatnih stopa, destabilizovanja i povećanja negativnih pritisaka na finansijska tržišta i potpunog obezvređivanja domaćih valuta, tj. od neizbežnih posledica uspostavljanja režima varijabilnog deviznog kursa. Koristi od fiksiranja deviznog kursa za zemlje u razvoju su povećanje kredibiliteta i discipline fiskalne i monetarne politike. U relativno razvijenim zemljama sa nastajućim tržištem, koje su finansijski i trgovinski otvorene prema ostatku sveta, koristi su veće u režimu varijabilnog nego u režimu fiksnog deviznog kursa. Dakle, razvojem privrede pozitivni efekti od fleksibilnosti deviznog kursa se povećavaju. Imajući u vidu da su rasponi kod državnih obveznica, rizik neizvršavanja obaveza države, rizici vezani za ekonomsko i finansijsko integrisanje sa ostatkom sveta i verovatnoća istovremenog nastanka valut-

---

<sup>15</sup> Videti detaljnije u: Peltonen, T.A., (2006), „*Are Emerging Market Currency Crises Predictable? A Test*“, European Central Bank, Working Paper No. 571.

nih i bankarskih kriza, a sve više i samih valutnih kriza veći u zemljama sa režimom fiksnog nego u zemljama sa režimom varijabilnog deviznog kursa, osetljivost nastajućih tržišta na negativne šokove može se minimizirati uspostavljanjem režima varijabilnog deviznog kursa. Režim varijabilnog deviznog kursa uspostavljen je u Koreji, Brazilu i Srbiji 1997. 1999. odnosno 2006. godine. Napuštanje sistema prosečnog tržišnog deviznog kursa i uspostavljanje sistema slobodnog fluktuiranja kursa u Koreji podstaklo je iscrpljivanje deviznih rezervi korišćenih za očuvanje politike jakog vona. Objava moratorijuma federalne jedinice Minas Gerais na plaćanja duga prema federalnoj državi u prvoj nedelji 1999. i nedoprinošenje odluke o devalvaciji valute u formi proširivanja pojasa fluktuiranja smanjivanju nadražaja devalvacije reala ubrzali su napuštanje režima ograničeno fleksibilnog deviznog kursa sa pokretnim pojasom fluktuiranja i uspostavljanje režima varijabilnog deviznog kursa u Brazilu. Smanjenje konkurentnosti domaćeg izvoza i pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa uslovili su napuštanje režima rukovođenog i uspostavljanje režima varijabilnog deviznog kursa u Srbiji. Uspostavljanje režima varijabilnog deviznog kursa zahteva razvijanje dubokog i likvidnog deviznog tržišta, formulisanje intervencionističkih politika konzistentnih sa novim režimom deviznog kursa, uspostavljanje

alternativnog nominalnog sidra u kontekstu novog okvira monetarne politike i prudenciono regulisanje i upravljanje deviznim rizikom.<sup>16</sup> Ako institucionalne pretpostavke za funkcionisanje režima fleksibilnog deviznog kursa nisu u potpunosti ispunjene, prelazak sa režima fiksnog na režim fleksibilnog deviznog kursa vrši se postepeno. Naime, do potpune fleksibilnosti deviznog kursa dolazi se prelaskom, najpre, sa čvrstog vezivanja vrednosti domaće valute za vrednost jedne strane valute na čvrsto vezivanje za vrednost korpe valuta, a zatim na pojas fleksibilnosti deviznog kursa sa postepenim proširivanjem pojasa. Suprotno, prelazak sa režima fiksnog na režim fleksibilnog deviznog kursa vrši se naglo, u jednom ili malom broju međukoraka.

Za zemlje koje i pored negativnih iskustava sa klasičnim režimima fiksnog deviznog kursa insistiraju na fiksnim valutnim paritetima, alternativna rešenja mogu da budu dolarizacija i currency board. Pristalice režima fiksnog deviznog kursa tvrde da oni osiguravaju veći kredibilitet i fiskalnu disciplinu u zemlji, sprečavaju odliv stranog kapitala, a režimi ekstremno fiksnog deviznog kursa (potpuna dolarizacija i currency board) eliminišu devizni rizik. Oponenti režima fiksnog deviznog kursa svoj stav objašnjavaju tvrdnjama da takvi režimi povećavaju monetarnu zavisnost, monetarnu i deviznu nestabilnost i devizni rizik, pogoršavaju kvalitet bankarskih

---

<sup>16</sup> Videti detaljnije u: Duttagupta, R., Fernandez, G., Karacadag, C., (2004), „*From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility*“, International Monetary Fund, WP/04/126.

portfolija, valutnu strukturu ulaganja i obaveza i finansijsku poziciju banaka, smanjuju manevarski prostor monetarnih vlasti, posebno u periodima kriza, i onemogućavaju centralnoj banci da ostvari prihod od inflatornog poreza i vrši ulogu kreditora poslednjeg utočišta.<sup>17</sup> U većini regiona sa zemljama u razvoju stepen dolarizacije je povećan od sredine 1990-ih.<sup>18</sup> Iako ključni, istorija visoke inflacije nije jedini uzročni faktor dolarizacije. Faktori visoke dolarizacije su, takođe, očekivanje deprecijacije domaće valute, nerazvijenost institucija, tržišta kapitala i, uopšte, finansijskog sistema, fiskalni deficit i fiskalna nedisciplina, nestabilnost i globalizacija trgovinskih i finansijskih veza.<sup>19</sup> Visok stepen dolarizacije imanentan je i zemljama koje su već dugo svojevrсни simboli finansijske stabilnosti. Reč je o međunarodnim, regionalnim i offshore bankarskim centrima. Zašto neka zemlja prihvata stranu valutu kao svoje zakonsko sredstvo plaćanja? Koje su prednosti i nedostaci gubitka nacionalnog simbola, tj. odricanja od sopstvene i prihvatanja strane valute? Teorijski, prednosti pot-

pune dolarizacije ogledaju se u većem kredibilitetu i fiskalnoj disciplini u zemlji i eliminisanju deviznog rizika, a nedostaci se ogledaju u nemogućnosti centralne banke da ostvaruje prihod po osnovu inflatornog poreza, vrši ulogu kreditora poslednjeg utočišta i vodi cikličnu monetarnu politiku i u neizvesnosti u pogledu održivosti režima.<sup>20</sup> S obzirom na to da prednosti potpune dolarizacije, iako teorijski utemeljene, nisu empirijski bezuslovno dokazane, a nedostaci nisu empirijski osporeni, da potpuno dolarizovane monetarno zavisne zemlje nisu imune na eksterne šokove poverenja i realne šokove i da je evidentan uticaj dolarizacije na rast kamatnih stopa i, u kombinaciji sa uticajem ostalih determinanti rizika ulaganja u obveznice zemalja sa nastajućim tržištem, na inverziju krive prinosa, u dolarizovanim zemljama treba izvršiti dedolarizaciju, a u ostalim zemljama targetiranjem inflacije (glavnog uzroka dolarizacije) sprečiti dolarizovanje. Dosadašnja iskustva pokazuju da je mali broj zemalja bio uspešan u dedolarizovanju kako finansijskog sektora, tako i duga javnog

---

<sup>17</sup> Videti detaljnije u: Calvo, G.A., Yegh, C.A., (1992), „*Currency Substitution in Emerging Countries: An Introduction*“, International Monetary Fund, WP/92/40.

<sup>18</sup> Videti detaljnije u: Honohan, P., (2007), „*Dollarization and Exchange Rate Fluctuations*“, Institute for International Integration Studies, Discussion Paper No. 201, Rennhock, R., Nozaki, M., (2006), „*Financial Dollarization in Latin America*“, International Monetary Fund, WP/06/7.

<sup>19</sup> Videti detaljnije u: Seater, J.J., (2008), „*Demand for Currency Substitution*“, North Carolina State University, Discussion Paper No. 2008-2, Piontkovsky, R., (2003), „*Dollarization, Inflation Volatility and Underdeveloped Financial Markets in Transition Economies*“, Economics Education and Research Consortium, Working Paper No. 03/02, Honohan, P., navedeno delo, Rennhock, R., Nozaki, M., navedeno delo.

<sup>20</sup> Videti detaljnije u: Berg, A., Borensztein, E., (2000), „*The Pros and Cons of Full Dollarization*“, International Monetary Fund, WP/00/50, Schmitt-Grohe, S., Uribe, M., (2000), „*Stabilization Policy and the Costs of Dollarization*“, Conference on „Optimal Monetary Institutions for Mexico“.

sektora. Zbog visokog rizika od neuspeha dedolarizovanja, akcenat treba staviti na sprečavanje nastanka dolarizacije, tj. suzbijanje inflacije. Problem višedecenijske visoke inflacije Brazil je pokušao da reši sprovođenjem niza stabilizacionih programa. Samo u periodu od 1986. do 1991. propalo je šest stabilizacionih programa.<sup>21</sup> Strategija stabilizacije u formi Real plana, zasnovana na valutnoj stabilnosti, sprovedena od sredine 1993. do sredine 1994. uspešno je rešila problem visoke inflacije u Brazilu.<sup>22</sup> Međutim, puštanjen deviznog kursa da slobodno fluktuiira 1999. javila se potreba za definisanjem novog nominalnog sidra za ekonomsku politiku i problem pronalaženja nove strategije za održavanje stabilnosti cena. Nakon sprovedenih brojnih istraživanja i diskusija, centralna banka je odlučila da razmotri ideju o uspostavljanju sistema targetiranja inflacije. Targetiranje inflacije je 1. jula 1999. formalno usvojeno kao novi okvir monetarne politike u Brazilu. Pre krize Banka Koreje je vršila monetarno targe-

tiranje preko monetarnih agregata M1, M2 ili M3. Ti agregati su prilagođavani tako da omoguće ostvarivanje ciljeva banke. Posle finansijske krize 1997-1998. Banka Koreje je uspostavila sistem targetiranja inflacije i počela da koristi kamatnu stopu kao operativni target. Posle nekoliko godina bipolarnog sistema, u kojem je i monetarni agregat korišćen kao operativni target, sistem čistog targetiranja inflacije uspostavljen je 2004. godine.<sup>23</sup> U nameri da definiše strategiju koja će doprineti ostvarenju cenovne stabilnosti Monetarni odbor NBS je 30. avgusta 2006. godine usvojio novi okvir monetarne politike. Ovaj okvir ima za cilj da obezbedi uslove za postepeni prelazak na režim potpunog targetiranja inflacije. Razlozi za prelazak na ovaj novi režim su posledice uspešnih strukturnih promena, veći stepen otvorenosti zemlje prema EU i visok stepen evroizacije, što doprinosi vrlo brzom prenošenju inflatornih kolapsa.<sup>24</sup> Sprovođenje strategije targetiranja inflacije u Brazilu, Ko-

---

<sup>21</sup> Videti detaljnije u: De Paiva Abreu, M., (2004), „*The Brazilian Economy, 1980-1994*“, Departamento de Economia, PUC-RIO, Texto Para Discussao N. 492

<sup>22</sup> Videti detaljnije u: Carrera, H., (2001), „*Brazil: The Real Plan (A)*“, Darden Business Publishing, University of Virginia, UVA-BR-0429, De Paiva Abreu, M., navedeno delo, De Paiva Abreu, M., Wernock, R.L.F., (2005), „*The Brazilian Economy from Cardoso to Lula: An Interim View*“, Departamento de Economia, PUC-RIO, Texto Para Discussao N. 504, Averbug, A., (2002), „*The Brazilian Economy in 1994-1999: From the Real Plan to Inflation Targets*“, Blackwell Publishing Ltd, str. 926-941.

<sup>23</sup> Videti detaljnije u: Park, D., Ch, J., (2005), „*Korea's Post-Crisis Monetary Policy Reform*“, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies No. 4, str. 707-731. i Kim, S., Park, Y.C., (2006), „*Inflation Targeting in Korea: A Model of Success*“, Bank for International Settlements, BIS Papers No. 31.

<sup>24</sup> Videti detaljnije u: Fabris, N., (2006), „*Inflation Targeting With Special Review on Application in Serbia*“, *Panoeconomicus* 2006/4, str. 389-405., Momirović, D.M., (2008), „*Primena novog okvira monetarne politike – koridor ka potpunoj primeni strategije targetiranja inflacije u Srbiji*“, *Finansije* 1-6/2008, str. 50-74.



reji i Srbiji dalo je zadovoljavajuće rezultate. I nivo i volatilnost stope inflacije niži su za vreme nego pre targetiranja inflacije.

Trend povećanja raznovrsnosti kombinacije instrumenata monetarne regulacije u zemljama u razvoju i zemljama sa nastajućim tržištem je manje evidentan nego u razvijenim zemljama. Ukupan broj instrumenata sa visokim stepenom primenljivosti je od 1998. godine neznatno povećan. Standardnu kombinaciju instrumenata u prve dve grupe zemalja čine obavezne rezerve, olakšice kod kreditiranja, aukcije trezorskih zapisa i zapisa centralne banke na primarnim tržištima i otvorene kupovine i prodaje državnih hartija od vrednosti u okviru operacija na sekundarnom tržištu. Kombinacija instrumenata je 2001. godine u većini zemalja u razvoju proširena rediskontnim kreditom, a u većini zemalja sa nastajućim tržištem 2004. godine proširena depozitnim olakšicama. Imajući u vidu da na pravilima zasnovani instrumenti monetarne regulacije usporavaju razvoj finansijskog tržišta i da su nedovoljno fleksibilni i efikasni i da tržišno zasnovani instrumenti monetarne politike podstiču razvoj tržišta, stabilizuju tržišne prilike, smanjuju tržišna očekivanja i tako normalizuju oblik krive prinosa, primena na pravilima zasnovanih instrumenata u

zemljama sa nastajućim tržištem i zemljama u razvoju bi trebala biti prelazna faza do intenzivnije primene tržišno zasnovanih instrumenata monetarne regulacije. Intenzivnijoj primeni tržišno zasnovanih instrumenata monetarne regulacije doprineće smanjivanje važnosti drugih monetarnih instrumenata (olakšica kod kreditiranja i obaveznih rezervi), postojanje razvijenog, stabilnog i likvidnog tržišta instrumenata duga, razvijanje tržišta državnih hartija od vrednosti i hartija od vrednosti centralne banke, tržišta međubankarskog duga i tržišta kratkoročnih instrumenata čiji emiten-ti su finansijske institucije i druge korporacije, obezbeđivanje nezavisnosti centralne banke u vođenju monetarne politike i izbor instrumenata za operacije na otvorenom tržištu u skladu sa institucionalnim i tržišnim uslovima.<sup>25</sup>

Faktori u sferi ostalih segmenata ekonomske politike, niska stopa rasta bruto domaćeg proizvoda, niska stopa štednje i investicija, visoka stopa potrošnje, nezaposlenost i niske zarade, takođe, usporavaju izgradnju stabilnog makroekonomskog ambijenta za afirmaciju stabilnog i likvidnog lokalnog tržišta obveznica, izmenu dosadašnje investitorove percepcije visokog rizika ulaganja u obveznice zemalja sa nastajućim tržištem i normalizovanje oblika krive prinosa.<sup>26</sup> Nedostupnost podata-

---

<sup>25</sup> Videti detaljnije u: Alexander, W.E., Balino, T.J.T., Enoch, C., (1996), „*Adopting Indirect Instruments of Monetary Policy*“, Finance & Development/March 1996, Buzeneca, I., Maino, R., (2007), „*Monetary Policy Implementation: Results from a Survey*“, International Monetary Fund, WP/07/7.

<sup>26</sup> Videti detaljnije u: Beck, R., (2001), „*Do Country Fundamentals Explain Emerging Market Bond Spreads?*“, Center for Financial Studies, Working Paper No. 2001/02.



ka i neinformisanost investitora o makroekonomskoj poziciji zemlje generiše percipiranje rizika ulaganja u obveznice zemalja sa nastajućim tržištem većim od stvarnog.<sup>27</sup> Prema tome, sprovođenje makroekonomskih reformi i obezbeđivanje transparentnosti podataka o tekućim i očekivanim makroekonomskim kretanjima su u funkciji brže izgradnje stabilnog makroekonomskog ambijenta, smanjenja neizvesnosti i smirivanja prilika na nastajućim tržištima obveznica i normalizovanja oblika krive prinosa.

Poslednja, šesta grupa faktora koji utiču na investitorovu percepciju visokog rizika ulaganja u obveznice i, posledično, inverziju krive prinosa zemalja sa nastajućim tržištem obuhvata političke faktore. Negativan uticaj političke nestabilnosti uzrokovane neizvesnošću ishoda političkih izbora, (ne)održivošću koalicionih i manjinskih vlada, neefikasnošću na principima političke pripadnosti, a ne stručnosti formiranih vlada, privatizacijom, korupcijom i ratom i terorizmom na stabilnost i razvoj tržišta, rizik neizvršavanja obaveza, raspone kod državnih obveznica i oblik krive prinosa je empirijski potvrđen.<sup>28</sup> Politička nestabilnost

intenzivnije deluje na tržišta kratkoročnih nego na tržišta dugoročnih instrumenata duga, tako da je intenzitet reakcije kratkoročnih kamatnih stopa na političku nestabilnost veći od intenziteta reakcije dugoročnih kamatnih stopa. Posledice velike osetljivosti kratkoročnih kamatnih stopa na negativno percipirane političke događaje je inverzija krive prinosa. Prema tome, politička nestabilnost, između ostalog, doprinosi inverziji krive prinosa na nastajućim tržištima. Iz grupe političkih faktora u analiziranom periodu na inverziju krive prinosa Brazila uticali su nezadovoljavajuća privatizacija i neizvesnost ishoda političkih izbora. U toku 1980-ih postojale su neke bojažljive privatizacione inicijative. U tom periodu privatizacija se sprovodila, uglavnom, tako što je privatni sektor preuzimao od države sredstva bankrotiranih firmi. U 1990. privatizacijom su zahvaćena preduzeća iz konkurentnih sektora (proizvođači čelika, derivata nafte i prirodnog gasa) i sa obimom prodaje od oko devet milijardi dolara. Iako se očekivala velika promena u makroekonomskoj politici posle Lulaove pobede na izborima održanim 2002. godine, nova admini-

---

<sup>27</sup> Videti detaljnije u: Andritzky, J.R., Bonnister, G.J., Tamirisa, N.T., (2005), „*The Impact of Macroeconomic Announcements on Emerging Market Bonds*“, International Monetary Fund, WP/05/83.

<sup>28</sup> Videti detaljnije u: Moser, C., (2007), „*The Impact of Political Risk on Sovereign Bond Spreads – Evidence from Latin America*“, available at RePEc: <http://ideas.repec.org/p/zbw/gdce07/6084.html>, Perotti, E.C., van Oijen, P., (1999), „*Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies*“, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=157797>, Ciocchini, F., Durbin, E., Ng, D., (2002), „*Does Corruption Increase Emerging Market Bond Spreads?*“, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=937627>, Clark, E., Lakshmi, G., (2003), „*War and Emerging Market Default Risk: The Case of India and the Iraqi Invasion of Kuwait*“, International Journal of Business 8(4): 395-408.

stracija je ubrzo objavila da će slediti u osnovi Cardoso-ovu strategiju većim intenzitetom. Nezadovoljavajuća privatizacija, neodrživost koalicionih i manjinskih vlada, politički režim i opšta politička klima i korupcija su politički faktori koji su uticali na inverziju krive prinosa Srbije. U zemlji u kojoj se vladavina prava proklamovala u govorima predstavnika vlasti, a u praksi opstruirala, politički pluralizam postao nominalni, ali ne i realni okvir političkog života (budući da je politička moć bila de facto u rukama predsednika države, a ne parlamenta) i ideologija „jedinstvene nacionalne države“ i „prioriteta nacionalnog interesa“ služila kao legitimna formula za vladavinu nedemokratskog, totalitarnog režima mogla se očekivati blokada postsocijalističke transformacije i širenja preduzetništva.<sup>29</sup> I pored očekivanja blokade, mali pomaci u sferi privatizacije su napravljeni. Međutim, privatizacioni pokušaji u 1990. smatraju se neuspešnim. Poraz dotadašnjeg predsednika Slobodana Miloševića i pobeda demokratske opozicije na izborima održanim 24. septembra 2000. omogućili su da se ranije započeta i do tada spora tranzicija u pravcu izgrad-

nje demokratskog društva i tržišne privrede u Srbiji ubrza.<sup>30</sup> Osim ekonomskih reformi, period tranzicije ka demokratskom društvu i tržišnoj privredi obeležila je i borba protiv korupcije. Negativan uticaj političkog faktora na oblik krive prinosa može se izbeći uspostavljanjem demokratskih, održivih, stabilnih i razvojno orijentisanih vlada, vlada koje su spremne da ulože napore da svoju zemlju uključe u svetske ekonomske integracije, uvažavanjem principa stručnosti, a ne političke pripadnosti kod izbora predstavnika institucija od nacionalnog značaja, suzbijanjem korupcije i ostalih oblika nezakonitih aktivnosti, rešavanjem međudržavnih sporova mirnim putem i smirivanjem tenzija na međunarodnoj političkoj sceni.

### ZAKLJUČAK

U zemljama sa nastajućim tržištem investitorova percepcija visokog rizika neizvršenja obaveze kod obveznica generiše pritisak na tražnju za kratkoročnim finansiranjem i nespремnost emitenata da osiguraju veći prinos na dugoročna nego na kratkoročna ulaganja u obveznice. Kako se nestabilnost i

---

<sup>29</sup> Prema: Bolcic, S., (2003), „*Blocked Transition and Post-Socialist Transformation: Serbia in the Nineties*“, William Davidson Institute, Working Paper No. 626, str. 4.

<sup>30</sup> Videti detaljnije u: Bayliss, K., (2005), „*Post-Conflict Privatisation: A Review of Developments in Serbia and Bosnia Herzegovina*“, ESAU Working Paper 12, Bolcic, S., navedeno delo, Bošnjak, M., (2008), „*Socioekonomski i strukturni napredak Srbije u tranzicionom periodu: 2001-2007. godina*“, Finansije broj 1-6/2008, str. 7-42., Bošnjak, M., (2005), navedeno delo, Diaz-Cassou, J., Erce-Dominguez, A., Vazquez-Zamora, J.J., (2008), „*Recent Episodes of Sovereign Restructuring: A Case Study Approach*“, Banco de Espana, Documentos Ocasionales No. 0804, Fabris, N., navedeno delo, Momirović, D.M., navedeno delo.

nelikvidnost finansijskog tržišta i nestabilnost makroekonomskih i političkih prilika povećavaju, investitori percipiraju kreditni rizik većim. Kao posledica toga, prinos kratkoročnih obveznica se povećava, nagib normalne krive prinosa se smanjuje do trenutka izravnavanja krive, a nakon transformacije u inverzan oblik negativni nagib krive prinosa raste. S obzirom na to da su nestabilnost i nelikvidnost finansijskog tržišta i nestabilnost makroekonomskih i političkih prilika u zemljama sa nastajućim tržištima vrlo visoki, kriva prinosa je pretežno inverzna, posmatrano i u vremenskoj i u prostornoj dimenziji.

Faktori koji utiču na investitorovu percepciju visokog rizika ulaganja u obveznice i, posledično, inverziju krive prinosa zemalja sa nastajućim tržištem su nestabilnost i nelikvidnost finansijskog tržišta, visok nivo javnog, pre svega spoljnog duga, potrošačka orijentacija budžeta i veliki budžetski deficiti, nestabilnost deviznog kursa i česte valutne krize, visoka inflacija, intenzivnija primena na pravilima zasnovanih umesto tržišno zasnovanih instrumenata monetarne regulacije, niska stopa rasta bruto domaćeg proizvoda, niska stopa štednje i investicija, visoka stopa potrošnje, nezaposlenost, niske zarade i politička nestabilnost uzrokovana neizvesnošću ishoda političkih izbora, (ne)održivošću koalicionih i manjinskih vlada, neefikasnošću na principima političke pripadnosti, a ne stručnosti formiranih vlada, privatizacijom, korupcijom i ratom i terorizmom.

## LITERATURA

1. Akitoby, B., Stratmann, T., (2006), „Fiscal Policy and Financial Markets“, International Monetary Fund, WP/06/16
2. Alexander, W.E., Balino, T.J.T., Enoch, C., (1996), „Adopting Indirect Instruments of Monetary Policy“, Finance & Development/March 1996
3. Alper, C.E., Akdemir, A., Kazimov, K., (2004), „Estimating Yield Curves in Turkey: Factor Analysis Approach“, Bogazice University, Economics Working Paper No. ISS/EC-2004-04
4. Andritzky, J.R., Bonnister, G.J., Tamirisa, N.T., (2005), „The Impact of Macroeconomic Announcements on Emerging Market Bonds“, International Monetary Fund, WP/05/83
5. Averbug, A., (2002), „The Brazilian Economy in 1994-1999: From the Real Plan to Inflation Targets“, Blackwell Publishing Ltd, str. 926-941.
6. Bakirov, R., Grishan, M., (2000), „Banking Regulation and Financial Stability“, Economic Education and Research Consortium Russia, Final Report)
7. Bayliss, K., (2005), „Post-Conflict Privatisation: A Review of Developments in Serbia and Bosnia Herzegovina“, ESAU Working Paper 12
8. Beck, R., (2001), „Do Country Fundamentals Explain Emerging Market Bond Spreads?“, Center for Financial Studies, Working Paper No. 2001/02

9. Berg, A., Borensztein, E., (2000), „The Pros and Cons of Full Dollarization“, International Monetary Fund, WP/00/50
- Batten, J.A., Szilagyi, P.G., (2007), „Domestic Bond Market Development: The Arirang Bond Experience in Korea“, The World Bank Research Observer No. 2, str. 165-195.
10. Bevila, A.S., Garcia, M.G.P., (2000), „Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead“, World Bank, WPS2402
11. Bolcic, S., (2003), „Blocked Transition and Post-Socialist Transformation: Serbia in the Nineties“, William Davidson Institute, Working Paper No. 626
12. Bošnjak, M., (2005), „Javni dug Republike Srbije: stanje i perspektive“, Ekonomski anali broj 164, str. 119-133.
13. Bošnjak, M., (2008), „Socioekonomski i strukturni napredak Srbije u tranzicionom periodu: 2001-2007. godina“, Finansije, broj 1-6/2008, str. 7-42.
14. Broner, F.A., Lorenzoni, G., Schmukler, S.L., (2004), „Why Do Emerging Economies Borrow Short Term?“, World Bank, WPS3389
15. Buzeneca, I., Maino, R., (2007), „Monetary Policy Implementation: Results from a Survey“, International Monetary Fund, WP/07/7
16. Calvo, G.A., Yegh, C.A., (1992), „Currency Substitution in Emerging Countries: An Introduction“, International Monetary Fund, WP/92/40
17. Carrera, H., (2001), „Brazil: The Real Plan (A)“, Darden Business Publishing, University of Virginia, UVA-BR-0429
18. Ciocchini, F., Durbin, E., Ng, D., (2002), „Does Corruption Increase Emerging Market Bond Spreads?“, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=937627>
19. Clark, E., Lakshmi, G., (2003), „War and Emerging Market Default Risk: The Case of India and the Iraqi Invasion of Kuwait“, International Journal of Business 8(4): 395-408.
20. De Bolle, M., Rother, B., Hakobyan, I., (2006), „The Level and Composition of Public Sector Debt in Emerging Market Crises“, International Monetary Fund, WP/06/186
21. De Paiva Abreu, M., (2004), „The Brazilian Economy, 1980-1994“, Departamento de Economia, PUC-RIO, Texto Para Discussao N. 492
22. De Paiva Abreu, M., Wernock, R.L.F., (2005), „The Brazilian Economy from Cardoso to Lula: An Interim View“, Departamento de Economia, PUC-RIO, Texto Para Discussao N. 504
23. De Paoli, B., Hoggarth, G., Saporta, V., (2006), „Costs of Sovereign Default“, Research and Analysis, Quarterly Bulletin 2006/Q3: 297-307.
24. Diaz-Cassou, J., Erce-Dominguez, A., Vazquez-Zamora, J.J., (2008), „Recent Episodes of Sovereign Restructuring: A Case Study Approach“, Banco de Espana, Documen-

- tos Ocasionales No. 0804
25. Duttagupta, R., Fernandez, G., Karacadag, C., (2004), „From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility“, International Monetary Fund, WP/04/126
  26. Fabris, N., (2006), „Inflation Targeting With Special Review on Application in Serbia“, *Paneconomicus* 2006/4, str. 389-405.
  27. Gelos, R.G., Sahay, R., Sandleris, G., (2004), „Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?“, International Monetary Fund, WP/04/221
  28. Gerlach, S., (2001), „Interpreting the Term Structure of Interbank Rates in Hong Kong“, Hong Kong Institute for Monetary Research, Working Paper No. 14/2001
  29. Glaessner, T., Ladepark, J., (2001), „Issues in Development of Government Bond Market“, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=882875>
  30. Haiss, P., Marin, S., (2005), „Options for Developing Bond Markets – Lessons from Asia for Central and Eastern Europe“, *Europainstitut*, Working Paper No. 63
  31. Harwood, A., (2000), *Building Local Bond Markets: An Asian Perspective*, International Finance Corporation
  32. Honohan, P., (2007), „Dollarization and Exchange Rate Fluctuations“, Institute for International Integration Studies, Discussion Paper No. 201
  33. Huang, H., Zhu, N., (2007), „The Chinese Bond Market: Historical Lessons, Present Challenges and Future Perspectives“, YALE ICF, Working Paper No. 07-04
  34. Kang, K., Kim, G., Rhee, C., (2006), „Developing the Government Bond Market in South Korea: Challenges and Implications for Asian Countries“, *Asian Economic Papers* No. 4:2
  35. Kim, S., Park, Y.C., (2006), „Inflation Targeting in Korea: A Model of Success“, Bank for International Settlements, BIS Papers No. 31.
  36. Leal, R.P.C., Carvalhal-da-Silva, A.L., (2005), „The Development of the Brazilian Bond Market“, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=935268>
  37. Lee, Y., Rhee, C., Sung, T., (2005), „Fiscal Policy in Korea: Before and After the Financial Crisis“, 61st Congress of the International Institute of Public Finance
  38. Matsumura, M.S., Moreira, A.R.B., (2006), „Macro Factors and the Brazilian Yield Curve with No Arbitrage Models“, *Texto Para Discussao* No. 1210
  39. Momirović, D.M., (2008), „Primenjena novog okvira monetarne politike – koridor ka potpunijoj primeni strategije targetiranja inflacije u Srbiji“, *Finansijske*, 1-6/2008, str. 50-74.
  40. Moser, C., (2007), „The Impact of Political Risk on Sovereign Bond Spreads – Evidence from Latin America“, available at RePEc: <http://ideas.repec.org/p/zbw/gdec07/6084.html>

41. Mu, Y., Horgan, M., (2006), „Government Securities, Money Market and Cash Management in Serbia: Key Issues and Recommendations for Development“, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=908642>
42. Park, D., Ch, J., (2005), „Korea's Post-Crisis Monetary Policy Reform“, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, No. 4, str. 707-731.
43. Peltonen, T.A., (2006), „Are Emerging Market Currency Crises Predictable? A Test“, European Central Bank, Working Paper No. 571.
44. Perotti, E.C., van Oijen, P., (1999), „Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies“, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=157797>
45. Piontkovsky, R., (2003), „Dollarization, Inflation Volatility and Underdeveloped Financial Markets in Transition Economies“, Economics Education and Research Consortium, Working Paper No. 03/02
46. Rennhock, R., Nozaki, M., (2006), „Financial Dollarization in Latin America, International Monetary Fund, WP/06/7
47. Rojas-Suarez, L., (2001), „Can International Capital Standards Strengthen Banks in Emerging Markets?“, Institute for International Economics, Working Paper No. 01-10
48. Schmitt-Grohe, S., Uribe, M., (2000), „Stabilization Policy and the Costs of Dollarization“, Conference on „Optimal Monetary Institutions for Mexico“
49. Seater, J.J., (2008), „Demand for Currency Substitution“, North Carolina State University, Discussion Paper No. 2008-2
50. Zoli, E., (2007), „Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda“, International Monetary Fund, WP/07/245
51. Živković, B., Urošević, B., Cvijanović, D., Drenovak, M., (2005), „Finansijsko tržište Srbije: 2000-2005.“, FREN, Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politike Srbije, januar-jun 2005., str. 59-67.
52. Asian Development Bank, Asia Bond Monitor, 11/06
53. „Bond Market in Serbia: Regulatory Challenges for an Efficient Market“, 2005. Jefferson Institute, Belgrade.
54. „Guide to Investment in Korean Government Bonds“, (2008), Ministry of Finance and Economy and Korea Exchange
55. „OTC Fixed Income Market in Brazil“, (2007), ANDIMA, Economic Report.
56. „Securities Market in Korea“, (2008), Korean Securities Dealers Association

Rad primljen: 19. 9. 2013.

UDK: 330.143.12

ID BROJ: 203290892

Stručni rad

# PROBLEM UTVRĐIVANJA DISKONTNE STOPE

## *DETERMINING DISCOUNT RATE*

**Mr Bogdan POPOVIĆ,**  
**Telekom Srbija ad, Beograd**

### **Rezime**

Jedno od osnovnih pitanja koje se mora rešiti, pre nego se pristupi oceni investicionih projekata, jeste utvrđivanje visine diskontne stope. Uz pomoć CAPM i WACC moguće je utvrditi cenu kapitala za konkretnu kompaniju, čime se u stvari utvrđuje očekivani prinos na ulaganje koji investitori zahtevaju od kompanije, a koji određuje prosečan rizik njenih hartija od vrednosti. Većina kompanija za diskontovanje novčanih tokova prilikom razmatranja investicionih projekata koristi cenu kapitala kompanije. Takav pristup u određivanju diskontne stope je opravdan samo u slučaju ako investicioni projekti koji se razmatraju nose isti rizik kao i postojeće poslovanje kompanije. U slučaju onih investicionih projekata koji su sigurniji, odnosno rizičniji od postojećeg poslovanja preduzeća, takav pristup je pogrešan. Tada je neophodno za diskontnu stopu uzeti cenu dodatnog kapitala za projekat, a to je minimalna stopa prinosa investicionog projekta s obzirom na njegov rizik.

**Ključne reči:** BUDUĆE VREDNOSTI, SADAŠNJE VREDNOSTI, DISKONTNA STOPA, (CAPM - CAPITAL ASSET PRICIG MODEL), (WACC - WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL), CENA DATNOG KAPITALA ZA PROJEKAT



### Summary

*Determining appropriate discount rate is one of the key activities in the process of valuing investment project. Cost of capital of a particular company can be determined by using CAPM and WACC models. This further indicates returns required by investors in a particular company, as determined by weighted average cost of capital. Most companies use its cost of capital in considering investment projects. Such an approach is appropriate if and only if considered investment projects imply risk level identical to a risk level of the existing operations. In case of differing risk levels, such an approach is not appropriate. In such cases, discount rate should be determined as cost of additional capital to finance investment project or required minimal risk adjusted rate of return.*

**Key Words:** FUTURE VALUES, PRESENT VALUES, DISCOUNT RATE, CAPM (CAPITAL ASSET PRICING MODEL), WACC (WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL), COST OF ADDITIONAL CAPITAL

### UVOD

Investiranjem preduzeća ulažu u određen vid materijalne ili nematerijalne imovine, a sve u cilju da na osnovu datog ulaganja zarade više novca u budućem periodu. Stoga sagledavanje efektivnosti investiranja podrazumeva utvrđivanje adekvatnih odnosa između koristi i troškova za pojedine investicione projekte. Da bismo bili u stanju da dobijemo odgovor na pitanje: Da li konkretni investicioni projekat obezbeđuje odgovarajući povraćaj? - neophodno je na odgovarajući način primeniti koncept vremenske vrednosti novca.

Osnovna premisa koncepta vremenske vrednosti novca je da jedan evro danas vredi više od evra koji će biti primljen sutra ili bilo kada kasnije. Tvrdnja polazi od činjenice da novac koji je raspoloživ danas može biti uložen u posao koji će u budućnosti doneti odgovarajući prinos. Time novac, kao i svaka druga roba, dobija svoju cenu. Njegova cena je određena propuštenim prinosom koji bi se ostvario na bazi ulaganja u rentabilan pro-

jekat u datim uslovima. Dakle, koncept vremenske vrednosti novca, u suštini, zasnovan je na shvatanju oportunitetnih troškova novca (Krasulja (2001) str. 288).

Adekvatno sagledavanje efektivnosti investiranja podrazumeva utvrđivanje odnosa između koristi i troškova za pojedine investicione projekte: Koliko je potrebno uložiti danas da bismo nakon određenog perioda dobili planirani novčani iznos? Odgovorom na dato pitanje, u suštini, utvrđujemo sadašnju vrednost očekivanog priliva. Bilo koje utvrđivanje sadašnjih vrednosti, kao jedan od osnovnih preduslova, pretpostavlja prethodno utvrđivanje adekvatne diskontne stope koja će se primeniti u konkretnom slučaju. Diskontna stopa odražava suštinu koncepta vremenske vrednosti novca:

- Metodologija Udruženja banaka Jugoslavije je definisala tzv. individualnu diskontnu stopu u minimalnoj visini od 8%. Utvrđivanje diskontne stope prema metodologiji Udruženja banaka Jugoslavije je prevaziđeno;

- Model vrednovanja kapitalne imovine (CAPM - Capital Asset Pricing Model) podrazumeva da očekivane stope prinosa koje zahtevaju investitori zavise od: i) nerizične stope i ii) premije za rizik koja je određena beta koeficijentom i tržišnom riziko premijom;
- Ponderisana prosečna cena kapitala (WACC) pokazuje kolika je očekivana stopa prinosa na portfelj svih hartija od vrednosti kompanije, korigovano za porezne uštede, jer su kamate porezno priznati rashod.

### 1. BUDUĆE VREDNOSTI

U prvom koraku utvrdićemo odgovarajuće relacije između inicijalnog ulaganja u sadašnjosti (PV – present value), koje ostvaruje odgovarajuću kamatu po kamatnoj stopi  $r$ , i buduće vrednosti (FV – future value).

Pretpostavimo da raspolazemo sa 1000 € koje investiramo u vidu oročenog uloga u banku, uz godišnju kamatu  $r$  od 8%, i da tražimo odgovor na pitanje sa kolikom sumom novca ćemo raspolagati nakon godinu dana?

$$FV_1 = PV(1+r) = 1000€(1+0,08) = 1000€(1,08) = 1080€.$$

Dakle, na kraju prve godine, na bazi datog vida ulaganja zaradili smo 80€ u vidu kamate. Dalje, pretpostavljamo da smo početkom druge godine, na bazi istih uslova oročili ukupnu sumu novca sa kojom raspolazemo, te da tražimo odgovor na pitanje kolikom sumom novca ćemo raspolagati nakon dve godine dana?

$$FV_2 = 1080€(1,08) = 1166,4€.$$

Na kraju druge godine, na bazi datog vida ulaganja zaradili smo 86,4€ u vidu kamate. Posmatrano u odnosu na iznos kamate koji smo zaradili u prvoj godini, kamata u drugoj godini je veća za 6,4€. Postavlja se pitanje zašto? Odgovor je vrlo jednostavan naše ulaganje je podrazumevalo ukamaćenje ne samo inicijalnog uloga, već i ukamaćenje kamate koju smo ostvarili u prvoj godini. Matematički dokaz je više nego očigledan:  $80€(1,08) = 86,4€$ . Reč je o složenoj kamati koja podrazumeva obračun kamate na kamatu. Razlikujemo još i jednostavnu kamatu koja podrazumeva obračun kamate samo na početni ulog, a ne i kamatu na kamatu.

U prvoj godini naše ulaganje od 1000€ raste po faktoru 1,08 na 1080€, dok u drugoj godini 1080€ ponovo raste po faktoru 1,08 na 1166,4€. Dakle, inicijalno ulaganje od 1000€ raste dva puta po faktoru 1,08:

$$FV_2 = 1000€ \times 1,08 \times 1,08 = 1000€(1,08)^2 = 1000€ \times 1,1664 = 1166,4€.$$

Ukoliko pod istim uslovima uložimo novac u banku krajem druge godine, krajem treće godine naše ulaganje će narasti na 1259,712€.

$$FV_3 = 1166,4€(1,08) = 1259,712€; \text{ ili } FV_3 = 1000€(1,08)^3 = 1000€ \times 1,259712 = 1259,712€.$$

Konačno, opšta formula za izračunavanje buduće vrednosti nekog ulaganja je:

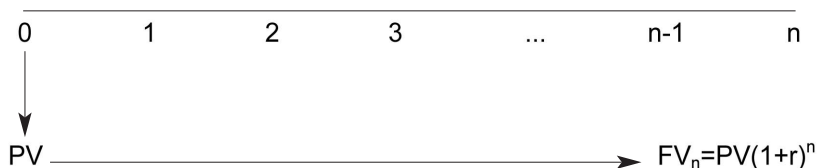
---

## FINANSIJE

$$FV_n = PV(1+r)^n$$

gde je: PV - inicijalno ulaganje, r kamatna stopa perioda, i n broj perioda ukamaćivanja. Podrazumeva se pažljivost u primeni formule zbog obezbeđenja kompatibilnosti r i n, u cilju da ako n označava broj godina, r mora biti godišnja stopa, ili pak ako n označava broj meseci, r mora biti kamatna stopa na mesečnom nivou. Izolovano posmatrano, faktor  $(1+r)^n$  se naziva i faktor akumulacije. Različite kombinacije r i n kao i njihovi odgovarajući faktori budućih vrednosti složeni su u finansijsku Tablicu I. Izračunavanje budućih vrednosti bilo kojeg iznosa uloženog u sadašnjosti dobija se prostim množenjem sa faktorom akumulacije. Naravno, u zavisnosti od potreba buduće vrednosti mogu se lako izračunati pomoću većine kalkulatora, u programskom paketu Excel itd.

Slika 1.  
**Relacije između inicijalnog ulaganja i buduće vrednosti**



Polazeći od datog grafikona mogu se izvesti važni zaključci:

- Buduća vrednost može se izračunati samo ako su indeksirane odgovarajuće tačke na vremenskoj osi,
- Za datu kamatnu stopu, buduća vrednost raste sa povećanjem broja perioda, i
- Za dati broj perioda, buduća vrednost raste sa porastom kamatne stope.

Kada imamo više perioda unutar jedne godine, opšta formula za izračunavanje buduće vrednosti ulaganja bi izgledala ovako:

$$FV_n = PV(1 + \frac{r_s}{m})^{mn}$$

gde je  $r_s$  godišnja kamatna stopa, m je broj perioda u godini, i n ostaje broj godina, a PV – inicijalno ulaganje.

U drugom koraku rešavamo problem utvrđivanja buduće vrednosti serije anuiteta, unutar određenog budućeg perioda. Pod anuitetom podrazumevamo niz jednakih novčanih tokova koji se pojavljuju u jednakim razmacima, uz ograničen vek trajanja. Pretpostavimo, istu godišnju kamatnu stopu r od 8%, pet separatih depozita od 1000€ koji se ulažu u jednakim godišnjim intervalima, sa prvim plaćanjem u vremenu  $t=1$ . Ovako definisane pretpostavke

---

## FINANSIJE

opredeljuju krajnji cilj, a to je utvrđivanje buduće vrednosti svih anuiteta posle poslednjeg depozita u vremenu  $t=5$ .

Naša ušteđevina iz prve godine generisaće kamatu tokom četiri godine, iz druge godine tokom tri godine, iz treće godine tokom dve godine, iz četvrte godine tokom godinu dana, te iz poslednje godine neće ostvariti kamatu.

Slika 2.

**Buduća vrednost petogodišnjeg ordinarnog anuiteta  
(Defusco (2004) str. 13, uz korekciju kamatne stope sa 5% na 8%)**

|   |       |       |       |       |                 |                             |
|---|-------|-------|-------|-------|-----------------|-----------------------------|
| 0 | 1     | 2     | 3     | 4     | 5               |                             |
|   | 1000€ |       |       |       |                 | $1000€(1,08)^4=1360,48896€$ |
|   |       | 1000€ |       |       |                 | $1000€(1,08)^3=1259,71200€$ |
|   |       |       | 1000€ |       |                 | $1000€(1,08)^2=1166,40000€$ |
|   |       |       |       | 1000€ |                 | $1000€(1,08)^1=1080,00000€$ |
|   |       |       |       |       | 1000€           | $1000€(1,08)^0=1000,00000€$ |
|   |       |       |       |       | Ukupno za $t=5$ | <b>5866,60096€</b>          |

Ako definišemo anuitet  $A$ , broj perioda  $n$ , i kamatnu stopu perioda sa  $r$ , možemo utvrditi buduću vrednost anuiteta kao:

$$FV_n = A((1+r)^{n-1} + (1+r)^{n-2} + \dots + (1+r)^2 + (1+r)^1 + (1+r)^0)$$

Odnosno, pojednostavljeno:

$$FV_n = A \frac{((1+r)^n - 1)}{r}$$

Deo u zagradi naziva se budućom vrednošću anuitetnog faktora. Konkretno, u našem primeru to je:  $(1,08)^5 - 1 / 0,08 = 5,86660096$ , što množenjem sa našim anuitetom od 1000€ daje isti rezultat od 5866,60096€.

## 2. SADAŠNJE VREDNOSTI

Kao što smo videli jedan od mogućih oblika ulaganja jeste ulaganje novca u funkciji ostvarenja kamate. Time se na najbolji način potvrđuje osnovno načelo da evro danas vredi više od evra sutra. Da bismo bolje razumeli sadašnje vrednosti budućih novčanih tokova, moramo pronaći odgovor na pitanje: Koliko je potrebno uložiti danas da bismo nakon određenog perioda dobili planirani novčani iznos? Odgovorom na dato pitanje, u suštini, utvrđujemo sadašnju vrednost očekivanog priliva. „Sadašnja vrednost je današnja vrednost

---

## FINANSIJE

---

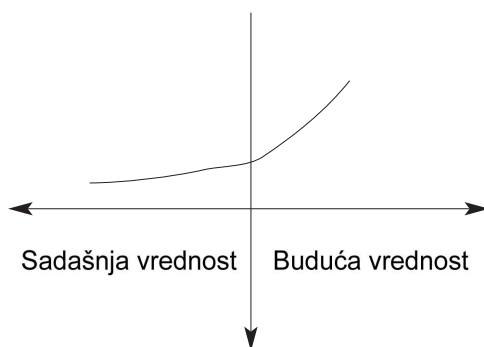
budućeg novčanog toka“ (**Brealey (2007) str. 77**). S obzirom da je buduća vrednost utvrđena množenjem našeg ulaganja sa 1 plus kamatna stopa, kod izračunavanja sadašnjih vrednosti nužno je primeniti inverznu proceduru. Dakle, polazeći od definicije buduće vrednosti može se izvesti i definicija sadašnje vrednosti budućih novčanih tokova:

$$PV = FV_n / (1+d)^n \text{ ili } PV = FV_n (1+d)^{-n}$$

gde je PV - sadašnja vrednost budućeg novčanog toka,  $FV_n$  – budući novčani tok, d je diskontna stopa perioda, i n broj perioda diskontovanja. Izolovano posmatrano, faktor  $1/(1+d)^n$  se naziva i diskontni faktor. Diskontni faktor ( $1/(1+d)$ ) je recipročna vrednost faktora akumulacije  $(1+r)$ . Finansijska Tablica II sadrži izračunate diskontne faktore za različite kombinacije d i n. Prostim množenjem očekivanog budućeg primanja i odgovarajućeg diskontnog faktora dobijamo njegovu sadašnju vrednost. Takođe, sadašnje vrednosti očekivanih budućih novčanih tokova mogu se utvrditi korišćenjem finansijskih funkcija kod većine kalkulatora, programskog paketa Excel, itd. U suštini, „faktor akumulacije povezuje današnje ulaganje sa sutrašnjom budućom vrednošću, dok diskontni faktor uvek diskontuje buduću vrednost na sadašnju vrednost“ (**Defusco (2004) str. 15**).

Slika 3.

### Koncept vremenske vrednosti novca



U našem primeru ulaganje od 1000€ na godinu dana uz kamatu od 8% naraslo je na 1080€.

Da bismo bolje razumeli sadašnje vrednosti budućih novčanih tokova, moramo pronaći odgovor na pitanje: Koliko je potrebno uložiti danas da bismo nakon godinu dana dobili 1080€? Odgovorom na dato pitanje, u suštini, utvrđujemo sadašnju vrednost očekivanih 1080€.

Obzirom da je buduća vrednost utvrđena množenjem našeg ulaganja i sa 1 plus kamatna stopa, kod izračunavanja sadašnjih vrednosti nužno je primeniti inverznu proceduru, podelićemo očekivanu buduću vrednost sa 1,08:

$$PV = FV_1 / (1+0,08) = 1080€ / 1,08 = 1000€$$

---

## FINANSIJE

Dalje, možemo se zapitati na bazi istog primera: Koliko je potrebno investirati danas kako bi nakon dve godine raspolagali sa 1166,4€:

$$PV = FV_2 / (1,08)^2 = 1166,4€ / 1,1664 = 1000€$$

U drugom koraku postavljamo problem utvrđivanja sadašnje vrednosti serije anuiteta, unutar datog budućeg perioda. Pretpostavimo, istu godišnju diskontnu stopu od 8%, separatne anuiteta od 1000€ koji se primaju u jednakim godišnjim intervalima tokom narednih pet godina, sa prvim primanjem u vremenu  $t=1$ . Ovako definisane pretpostavke opredeljuju krajnji cilj, a to je utvrđivanje sadašnje vrednosti svih anuiteta koje ćemo primiti pod datim pretpostavkama:

$$\begin{aligned} 1000€ / (1,08)^4 &= 735,0298528€ \\ 1000€ / (1,08)^3 &= 793,8322410€ \\ 1000€ / (1,08)^2 &= 857,3388203€ \\ 1000€ / (1,08)^1 &= 925,9259259€ \\ 1000€ / (1,08)^0 &= 0,0000000€ \\ \text{Ukupno} &= \mathbf{3312,126840€} \end{aligned}$$

Utvrđivanje sadašnje vrednosti serije ordinarnih anuiteta može se izračunati na bazi opšte formule ako se pođe od:

$$PV = A/(1+d)^1 + A/(1+d)^2 + A/(1+d)^3 + \dots + A/(1+d)^{n-1} + A/(1+d)^n$$

gde je: A – godišnji anuitet, d – diskontna stopa, n – broj perioda godišnjeg plaćanja. Skraćena formula bi bila:

$$PV = A((1 - 1/(1+d)^n)/d)$$

Iskaz u zagradi naziva se sadašnjom vrednošću anuitetnog diskontnog faktora. Anuitetni diskontni faktori sadržani su u finansijskoj Tabeli IV, koja daje njihove vrednosti za različite kombinacije d i n. Konkretno, u našem primeru to je:  $(1 - 1/(1,08)^5)/0,08 = 3,31212684$  što množenjem sa anuitetom od 1000€ daje isti rezultat od 3312,126840€.

Isto tako, može se postaviti pitanje utvrđivanja sadašnje vrednosti perpetuiteta - niza novčanih tokova koji nikad ne prestaju.

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{A}{(1+r)^t}, \text{ koja konvergira } PV = A/r$$

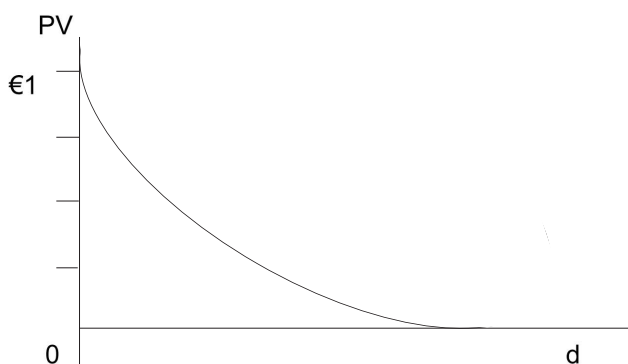
Ako se pretpostavi da Microsoft želi donirati katedru za razvoj softvera Elektrotehničkog fakulteta u Beogradu u visini od 100.000 evra godišnje u večnost i ukoliko je kamatna stopa 8%, iznos koji bi se danas morao uložiti po datom osnovu bio bi:  $PV = A/r = 100.000/0,08 = 1.250.000$  evra.



### 3. UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE

Bilo koje utvrđivanje sadašnjih vrednosti, kao jedan od osnovnih preduslova, pretpostavlja prethodno utvrđivanje adekvatne diskontne stope koja će se primeniti u konkretnom slučaju. Značaj utvrđivanja diskontne stope najbolje ilustruje njen odnos sa sadašnjom vrednošću. Ukoliko pogledamo na Tablicu II koja ilustruje diskontne faktore za različite kombinacije diskontnih stopa i broja perioda, na prvi pogled se zapaža da što je diskontna stopa viša diskontni faktor je manji. Takođe, može se primetiti da se diskontni faktor smanjuje sve manje i manje, što ukazuje da nije u pitanju linearna veza.

Slika 4.  
**Odnos između diskontne stope i sadašnje vrednosti**



Ako je diskontna stopa nula, sadašnja vrednost 1 evra koji se prima u budućnosti je 1 evro, jer nema vremenske vrednosti novca. Povećanje diskontne stope dovodi do pada sadašnje vrednosti, ali po opadajućoj stopi. U slučaju kada diskontna stopa teži beskonačnosti, sadašnja vrednost 1 evra teži nuli. Iz čega sledi da diskontna stopa odražava suštinu koncepta vremenske vrednosti novca. Dakle, jedno od osnovnih pitanja koje se mora rešiti, pre nego se pristupi oceni investicionih projekata, jeste utvrđivanje visine diskontne stope.

Metodologija Udruženja banaka Jugoslavije je definisala tzv. individualnu diskontnu stopu u minimalnoj visini od 8% (**Udruženje banaka Jugoslavije – 1 Metodološki vodič (1988)**). Konkretna visina je utvrđivana na bazi ponderisane aritmetičke sredine realnih kamatnih stopa na izvore finansiranja. Ukoliko bi tako izračunata individualna stopa bila viša od 8%, ona bi se i primenila u konkretnom slučaju, ukoliko bi pak bila niža od 8% primenila bi se diskontna stopa od 8%. Dato pravilo može se ilustrovati na bazi hipotetičkog primera: ukoliko bi preduzeće dobilo ino kredit sa kamatnom stopom od 10% godišnje, u situaciji pondera između sopstvenih i pozajmljenih izvora za realizaciju konkretnog investicionog projekta od 0,5:0,5 diskontna stopa bi iznosila 9% ( $8\% \cdot 0,5 + 10\% \cdot 0,5 = 4\% + 5\% = 9\%$ ). U slučaju da je preduzeće obezbedilo povoljan ino kredit sa kamatnom stopom od svega 5% godišnje, bez obzira što bi obračun diskontne stope iznosio 6,5%, primenila bi se minimalna diskontna stopa od 8% (**detaljnije Udruženje banaka Jugoslavije – 3 Operativno uputstvo za izradu Investicijske studije - programa (1988)**).



---

## FINANSIJE

Smatramo da je utvrđivanje diskontne stope prema metodologiji Udruženja banaka Jugoslavije u dobroj meri prevaziđeno, te da savremena praksa pretpostavlja uvažavanje niza specifičnih okolnosti koji se moraju imati u vidu prilikom utvrđivanja diskontne stope za konkretne ocene investicionih projekata. Pre nego zauzmemo konačan stav s tim u vezi potrebno je u osnovi poznavati osnovne principe izračunavanja zahtevane stope prinosa u CAPM i WACC.

Model vrednovanja kapitalne imovine (CAPM - *Capital Asset Pricing Model*) podrazumeva da očekivane stope prinosa koje zahtevaju investitori zavise od: 1) nerizične stope i 2) premije za rizik koja je određena beta koeficijentom i tržišnom riziko premijom. Model su, na osnovu rešenja H. Markovitz-a, razvili William F. Sharpe (dobitnik Nobelove nagrade za ekonomiju 1990. godine) i John Lintner šezdesetih godina. Formalizovano, zahtevana stopa prinosa u CAPM jeste:

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

gde je:  $r$  – očekivana stopa prinosa,  $r_f$  – nerizična stopa,  $\beta$  – beta koeficijent koji izražava osetljivost prinosa na akcije u odnosu na prinos celokupnog tržišnog portfolia,  $r_m$  – stopa prinosa za celokupan tržišni portfolio.

Iz ovog iskaza očigledno je da što je beta koeficijent veći, veći je rizik, ali je veći i očekivani prinos, i obrnuto. Ako pretpostavimo da je nerizična stopa 4%, da očekivani prinos na tržišni portfolio iznosi 10%, a da koeficijent beta za konkretnu kompaniju iznosi 1,2, očekivana stopa prinosa koju zahtevaju investitori bila bi:

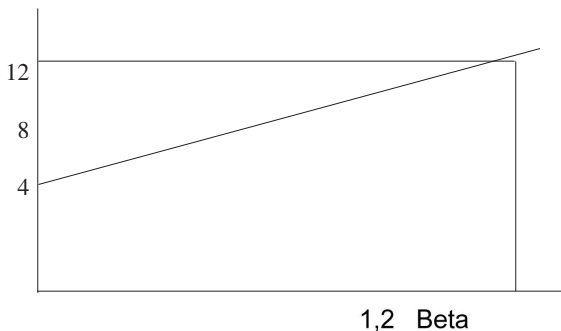
$$r = 4\% + 1,2(10\% - 4\%) = 4\% + 1,2 \cdot 6\% = 4\% + 7,2\% = 11,2\%$$

Dakle, u proseku tržište bi očekivalo da kompanija ostvaruje 11,2% godišnje prinos na akcije.

Slika 5.

### Grafička ilustracija diskontne stope (Primer)

Stopa prinosa u %



---

## FINANSIJE

Nerizična stopa prinosa na državne zapise u konkretnom primeru iznosi 4%, dok je dodatni prinos koji investitori očekuju po osnovu ulaganja u date akcije preduzeća 7,2% po osnovu premije tržišnog rizika.

Međutim, većina kompanija pored akcija izdaje i obveznice, pa se postavlja pitanje utvrđivanja cene kapitala u datom slučaju. U tom slučaju cena kapitala je jednaka ponderisanom proseku prinosa koji zahtevaju investitori u akcije i obveznice. Ponderisana prosečna cena kapitala (WACC) pokazuje kolika je očekivana stopa prinosa na portfelj svih hartija od vrednosti kompanije, korigovano za porezne uštede, jer su kamate porezno priznati rashod.

Opšta formula WACC je:

$$WACC = \frac{D}{V} (1 - T_C) r_{obv} + \frac{E}{V} r_{akcije}$$

U slučaju da kompanija u strukturi kapitala poseduje i prioritetne akcije, izraz WACC bi se proširio za još jedan član ( $P_{prioritetne}$ ).

Ukoliko je ponder  $D/V=0,3$ , a ponder  $E/V=0,7$ , kamata na obveznice 9%, stopa prinosa na akcije 11,2%, stopa poreza na dobit 20%, ponderisanu cenu kapitala kompanije izračunali bismo na sledeći način:

$$WACC = (0,3 \times (1 - 0,2) \times 9\%) + (0,7 \times 11,2\%) = (0,3 \times 7,2\%) + 7,84\% = 2,16\% + 7,84\% = 10\%$$

Tabela 1.

**Prosečne stope prinosa za tržište USA, 1900-2004. godina**

| Portfelj           | Prosečna godišnja stopa prinosa | Prosečna premija |
|--------------------|---------------------------------|------------------|
| Državni zapisi     | 4%                              |                  |
| Dražavne obveznice | 5,3%                            | 1,2%             |
| Obične akcije      | 11,7%                           | 7,6%             |

Izvor: (Brealey (2007) str. 271).

Dakle, uz pomoć CAPM i WACC moguće je utvrditi cenu kapitala za konkretnu kompaniju, čime se u stvari utvrđuje očekivani prinos na ulaganje koji investitori zahtevaju od kompanije, a koji određuje prosečan rizik njenih hartija od vrednosti.

Većina kompanija za diskontovanje novčanih tokova prilikom razmatranja investicionih projekata koristi cenu kapitala kompanije. Takav pristup u određivanju diskontne stope je opravdan samo u slučaju ako investicioni projekti koji se razmatraju nose isti rizik kao i postojeće poslovanje kompanije.

U slučaju onih investicionih projekata koji su sigurniji, odnosno rizičniji od postojećeg poslovanja preduzeća, takav pristup je pogrešan. Tada je neophodno za diskontnu stopu uzeti cenu dodatnog kapitala za projekat, a to je minimalna stopa prinosa investicionog projekta s obzirom na njegov rizik. Visina cene dodatnog kapitala za projekat zavisi od korišćenja tog kapitala.

Postavlja se pitanje procene projektnog rizika:

- Nesumnjivo je da projekti koji uključuju visoke fiksne troškove imaju visoke rizike, jer bilo koja promena u prihodima bitno utiče na prinos.
- Takođe, rizik projekta je veći ukoliko je reč o projektu sa promenljivim prinosima. Ciklično poslovanje opredeljuje visoke beta koeficijente, odnosno posledično višu cenu kapitala.
- Stabilno poslovanje pretpostavlja niske beta koeficijente, te samim tim i nižu cenu kapitala.

### ZAKLJUČAK

U radu je posebno razmatrano pitanje utvrđivanja odgovarajuće visine diskontne stope u modelima utvrđivanja sadašnjih vrednosti budućih novčanih tokova. Ovaj parametar je dugo utvrđivan apriorno i arbitrarno, nezavisno od osobina projekta i osobina preduzeća investitora.

Način utvrđivanja diskontne stope prema metodologiji Udruženja banaka Jugoslavije u dobroj meri je prevaziđen.

Većina kompanija za diskontovanje novčanih tokova prilikom razmatranja investicionih projekata koristi cenu kapitala kompanije (WACC). Takav pristup u određivanju diskontne stope je opravdan samo u slučaju ako investicioni projekti koji se razmatraju nose isti rizik kao i postojeće poslovanje kompanije.

Savremena praksa pretpostavlja uvažavanje niza specifičnih okolnosti koji se moraju imati u vidu prilikom utvrđivanja diskontne stope za konkretne ocene investicionih projekata. U slučaju onih investicionih projekata koji su sigurniji, odnosno rizičniji od postojećeg poslovanja preduzeća, takav pristup je pogrešan. Tada je neophodno za diskontnu stopu uzeti cenu kapitala za projekat, a to je minimalna stopa prinosa od projekta s obzirom na njegov rizik.

### LITERATURA

1. Brealey, A. R., Myers C. S. and Marcus J. A. 2007. Osnove korporativnih finansija, 5. izdanje na bazi izvornog naslova *Fundamentals of Corporate Finance*, 5th edition The McGraw-Hill Company. Mate d.o.o., Zagreb.
2. DeFusco, A. R., Mcleavy W. D., Pinto E. J., and Runkle E. D. 2004. *Quantitative Methods for Investment Analysis – second edition*. CFA Institute, Charlottesville, USA.
3. Krasulja, D., i Ivanišević M. 2001. *Poslovne finansije – treće izdanje*. Ekonomski fakultet, Beograd.
4. Priručnik za primenu zajedničke metodologije za ocenjivanje društvene i ekonomske opravdanosti investicija i efikasnosti investiranja u SFRJ – 1 Metodološki vodič. Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd. 1989.
5. Priručnik za primenu zajedničke metodologije za ocenjivanje društvene i ekonomske opravdanosti investicija i efikasnosti investiranja u SFRJ – 3 Operativno uputstvo za izradu Investicijske studije - programa. Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd. 1988.

Rad primljen: 8. 11. 2013.  
UDK: 338.22(497.1); 338.1(497.1)  
ID BROJ: 203288844  
Pregledni rad

## UTICAJ REPRESIJE NA PRIVREDNI RAST U SFRJ - EMPIRIJSKI NALAZI<sup>1</sup>

### *REPRESSION IMPACT ON ECONOMIC GROWTH IN THE SFRY – EMPIRICAL FINDINGS*

**Dr Goran NIKOLIĆ**, Institut za evropske studije, Beograd  
**Dr Srđan CVETKOVIĆ**, Institut za savremenu istoriju, Beograd

#### Rezime

Da bismo utvrdili eventualno dejstvo represivnosti jugoslovenskog režima u posleratnom periodu na ekonomski rast izvršili smo regresione analize, gde su zavisne promenljive društveni proizvod (DP) po stanovniku i DP po zaposlenom. Nezavisne varijable, kojima smo pokušali da kvantifikujemo nivo represije su broj političkih osuđenika, broj privrednih delikata, intenzitet smrtnih kazni, stopa rasta uvoza, intenzitet nacionalizacije, dok je dinamika kapitalne opremljenosti kontrolna varijabla kojom pokušavamo da izolujemo uticaj ekonomskih faktora. Izvršene analize ukazuju na komplikovanost uticaja represivnosti režima na stopu rasta DP po i na dinamiku produktivnosti. Rezultati, ukazuju da postoji statistički signifikantna veza datih pojava, ali da ona nije u potpunosti jasna, i da su određeni rezultati kontradiktorni. Može se prihvatiti teza da je državna politika, bilo u formi represivnosti ili ekonomskog dirižizma, u određenoj meri negativno uticala na ekonomski rast, na šta ukazuju i brojne referentne studije, citirane u poslednjem delu rada.

**Ključne reči:** DRUŠTVENI PROIZVOD, REPRESIVNOST, JUGOSLAVIJA, POSLERATNI PERIOD, REGRESIJA, SIGNIFIKANTNOST.

---

<sup>1</sup> Zahvaljujemo se dr Živojinu Jevtiću, naučnom savetniku, na statističkoj obradi podataka.

### Summary

*In order to determine possible effects of repressiveness of Yugoslav regime on economic growth in post-war period, we carried out regressive analyses in which the gross domestic product (GDP) per capita and GDP per employee are dependent variables. Independent variables, by which we tried to quantify the level of repression, are number of political prisoners, number of economic delicts, the intensity of death penalties, import rate of growth, the intensity of nationalization, while the dynamics of capital equipment is the control variable by which we try to isolate the effects of economic factors. Performed analyses indicate the complexity of influences of the regime's repressiveness on the rate of GDP growth, even on the dynamics of productivity. The results suggest that there is statistically significant connection between the mentioned phenomena, but that it is not distinct enough and that certain results are contradictory. We can accept the thesis that the state policy negatively affected economic growth in certain amount, both in the form of repressiveness and economic diligism, which is confirmed by numerous referential studies, quoted in the last part of this work.*

**Key Words:** GDP, REPRESSIVENESS, YUGOSLAVIA, THE POST-WAR PERIOD, REGRESSION, STATISTICAL SIGNIFICANCE.

Cilj analize je pokušaj da ustanovimo vezu između stepena represivnosti jugoslovenskog društva i nivoa ekonomskog rasta. Kao inspiracija za rad poslužila je hipoteza o izvesnom stepenu slaganja između ekonomskog rasta i stepena demokratičnosti društva, potvrđena u mnogim referentnim studijama. Polazna hipoteza, koju ćemo pokušati da dokažemo je da postoji signifikantna inverzna regresiona i korelaciona veza između indikatora represivnosti jugoslovenskog režima i stopa rasta GDP-a (BDP-a), odnosno društvenog proizvoda (DP) po stanovniku (pc) u periodu 1949-1987. godine u Jugoslaviji.

### KORIŠĆENE VARIJABLE I METODOLOŠKI PROBLEMI VEZANI ZA NJIH

Zavisna varijabla je DP pc ili DP po zaposlenom. Odlučili smo se za DP zato što nemamo podatke za GDP (BDP). Pored toga, do 1952. godine koristili smo podatke o stopama rasta nacionalnog dohotka pc budući da u tom periodu nije obračunavan i DP. Imajući u vidu praktično identičnu dinamiku ove dve varijable, kao i GDP i DP, korišćenje podataka o rastu ND pc u prvim godinama ne utiče bitno na rezultat. Odlučili smo se za stopu rasta po

stanovniku da bi delimično eliminisali efekat ekstenzivnog privrednog rasta, povezanog sa naglim rastom broja stanovnika, i samim tim, niskokvalifikovane radne snage.

Kada su u pitanju varijable koja su indikatori represivnosti režima dve najvažnije su: broj političkih osuđenika (broj osuđenih za krivična dela protiv društvenog uređenja u SFRJ) i broj privrednih delikata u posmatranim godinama (broj osuđenih za krivična dela *protiv narodne privrede* u SFRJ). Prva promenljiva je korigvana za broja tzv. IB-ovaca (oko 32.000 u celokupnom posmatranom periodu, a najveći deo u razdoblju od 1949. do 1953). Obe varijable su logaritmovane ( $\ln$ ), pa su zatim izračunavane logaritamske razlike, da bi se jasnije izrazio relativan odnos u serijama, odnosno da bi se dobila njihova dinamika. Pored toga i nivo otvorenosti, koje je izračunat kao godišnja stopa rasta uvoza (izražena u dolarima) smatrali smo kao važnu determinantu eventualne liberalnosti, odnosno otvorenosti režima (i ona bi trebao da pokaže pozitivnu, direktnu regresionu vezu sa stopom rasta DP). Kao veštačku varijablu koristili smo intenzitet smrtnih kazni, koji je bio izrazit i značajan zaključno sa 1952. Intenzitet nacionalizacije, naročito izražen zaključno sa 1958, korišćen je u drugoj regresionoj jednačini, gde je zavisna varijabla DP po zaposlenom.

Da bismo utvrdili efekat čisto ekonomskih varijabli na rast DP pošli smo od empirijski utvrđenih nalaza da su dve ključne varijable rasta DP u SFRJ bile indeks prirasta kapitala (oprema i

poslovne zgrade) i indeks prirasta zaposlenih (bez individualnih poljoprivrednih proizvođača), čiji smo efekat testirali kroz zajedničku varijablu, stepen kapitalne opremljenosti, za koju je očekivano da pokaže značajano pozitivno slaganje sa dinamikom DP. Naime, ova varijabla bi trebalo da, kao kontrolna promenljiva dominantno objasni, uz dinamiku uvoza, značajan stepen slaganja dinamike zavisne varijable i svih eksplantornih promenljivih. Dakle, dinamika kapitalne opremljenosti je kontrolna varijabla kojom pokušavamo da izolujemo uticaj ekonomskih faktora.

Pored ovih varijabli testirali smo i uticaj na rast DP po sledećih promenljivih: stope deficita (kroz DP) tekućeg računa PB (ovde je postojao problem sa obračunom realnog kursa dinara prema dolaru, zbog često potcenjenih oficijelnih kurseva, dok je korišćenje neoficijelnih kurseva izgledalo suviše proizvoljno), rast cena na malo (istina, do 1952 kao aproksimaciju istih koristili smo rast nominalnih prosečnih nadnica), stope rasta diplomiranih studenata, stope ukupne budžetske potrošnje, udeo dinarskih plasmana komitentima u DP, ali se njihov uticaj pokazao kao insignifikantan, tako da dobijene rezultate nismo prikazali u radu.

### PROBLEMATIKA IZBORA INDIKATORA REPRESIVNOSTI

Svaki napor da se dođe do preciznih i egzaktnih brojki kada je reč o fenomenima novije istorije Srbije nažalost još uvek nailazi na ogromne poteškoće. One postaju prevelike kada



se radi o tako osetljivoj temi kao što je politička represija. Najveći problem istraživanja ove i sličnih dugogodišnjih tabu tema u Srbiji je nedostupnost relevantnih policijskih i bezbednosnih arhiva, kao i subjektivnost postojećih (kako zvaničnih tako i nezvaničnih), sklonost minimiziranju ili precenjivanju, ali i interpretacije istraživača zavisno od ideološko-političke prizme iz koje fenomen posmatraju. Mada zvanični statistički podaci za prve poratne godine često nedostaju, ipak i postojeći su od nemerljivog značaja za kvantifikaciju i pažljivu analizu pojedinih političkih i socijalno-ekonomskih kretanja. Naročito se to odnosi na statistiku krivičnih procesa, broja osuđenih lica ili kažnjenih smrtnom kaznom, konfiskaciju, nacionalizaciju, otkup, kolektivizaciju ali i druge socio-ekonomske parametre. Nevolja sa statistikom u totalitarnom društvu je u tome što često u nekim oblastima ima više propagandnu nego informativnu funkciju, beležeći opšti napredak slobodu i blagostanje.<sup>2</sup>

Poznato je da je u vreme Staljinovih optužbi statistika beležila daleko manji broj političkih osuđenika i smrtnih kazni nego što ih je u stvari bilo. Takođe kasnije, naročito sedamdesetih, težilo se simetriji političkog progona kako

unutar zemlje tako i prema političkoj emigraciji pa su tako proganjani i kvalifikovani ljudi kao *politički* samo zbog psovke, pesme ili nezgodne reči samo da bi se zadovoljio nacinacni, verski ili ideološki ključ (mahom na liniji Srbi-Hrvati) baš kao što je i posle rata forsiran mit o jednakom doprinosu NOB. Tu je i tradicionalni problem Srbije sa nemarnošću birokratije i nesređenošću arhivskih fondova. Veliki problem su i tzv. *mračne godine*: 1945–1947. Nešto je bolja situacija sa periodom samoupravnog socijalizma što zbog pedantnije i slobodnije statistike *političkog kriminala* što zbog ipak mnogo manjeg intenziteta političke represije koju je lakše uhvatiti. Zvanična statistika, i naši dostupni fondovi kao i otkrića u Sloveniji i Hrvatskoj nam u stvari tek omogućuju da počnemo da slažemo kockice složenog mozaika političke represije u socijalističkoj Srbiji i Jugoslaviji.

Svakako jedan od relevantnih pokazatelja intenziteta političke represije u jednom društvu jeste broj političkih osuđenika. Međutim, i ovde je nemoguće doći do sasvim egzaktnih podataka za pojedine periode bez dubljeg uvida u policijske i sudske arhive. Iz objektivnih razloga (stanje arhiva i kvalitet statistike) oni ne mogu biti potpuno verodostojni i precizni, ali svakako mogu poslužiti kao kvantitativni parametri određenih kretanja. Dakle, posmatranje i analiza kretanja ovih parametara na osnovu raspoloživih statističkih podataka u širokim vremenskim amplitudama, uzimanjem u obzir šireg društveno-političkog konteksta, omogućiće nam da kroz igru brojki

---

<sup>2</sup> Prema jednom internom dokumentu Službe državne bezbednosti iz 1969. Savezni zavod za statistiku je naročito bio „bezbedonosno interesantan“ a kadrovi i funkcionisanje zavoda bili su pod budnim nadzorom ove službe, AJ, SIV 130, 558, SSUP, pov.br. 021-29, 5 februar 1969.



numerički potkrepimo i ispratimo ovde iznete teze o fluktuaciji političke represije u Srbiji, Jugoslaviji 1945-1987. Ovi izvori, mada metodološki nesavršeni (problem uzorka) i ne sasvim precizni, na vrlo očit način odslikavaju izraženu represivnost države u periodu kada se sprovodio socijalistički model razvoja ali i velike oscilacije po pojedinim periodima.<sup>3</sup>

Ono što je u istraživačkom smislu najteže kada je reč o političkoj represiji i političkim osuđenima u socijalističkoj Jugoslaviji jeste precizno izolovati političke od ostalih i na osnovu pouzdanih statistika potpuno tačno ustanoviti njihov broj. Pri tom se istraživač sreće sa dva osnovna problema. Prvo, ko je sve politički osuđenik? Nisu svi politički proganjani evidentirani kao lica koja su radila protiv bezbednosti i društvenog uređenja SFRJ, neprijateljske propagande i sličnih dela iz Desete glave Krivičnog zakonika iz 1951. (taкви često nisu bili ni u većini naročito do 1951) već se vode kao lica optužena za klevetu (najčešće visokih funkcionera SKJ), zatim kroz privredne delikte (npr. mnogi osuđeni za špekulaciju i sabotažu 1945-1947, mnogi *kulaci* u vreme otkupa i kolektivizacije, kasnije šezdesetih slučaj mnogih privatnih preduzimača (poput Lazara Dragina) ili direktora društvenih preduzeća sedamdesetih (kao Slobodana Bate Todoro-

vića, direktora *Progres*a, Fikreta Abdića osamdesetih itd.). Nemalo je bilo političkih i među osuđenim za *odavanje službene ili vojne* tajne kao i *zloupotrebu službene dužnosti*. Tome su pogodovale i namerno široko definisane i neodređene zakonske odredbe koje su sudiji (po pravilu partijskom čoveku) ostavljale odrešene ruke. Takođe kao i u SSSR-u i Istočnom bloku i kod nas, mada doduše u skromnijem obliku, uglavnom sedamdesetih i osamdesetih, ima primera zloupotreba psihijatrije. Konano, treba uzeti u obzir da svi oni koji su posegli da nasiljem ostvare svoje političke ideje (često i antidržavne), primenom terora i napadom na institucije sistema bili bi sankcionisani i najdemokratskijim sistemima (ovoga je ipak u socijalističkoj Jugoslaviji bilo samo u tragovima i to mahom od pripadnika hrvatske ekstremne desnice sedamdesetih). Drugo, za period do 1947. i ne postoji statistika, ili je ona često „štimovana“ u skladu s propagandnim potrebama režima (npr. statistički je zabeleženo svega 18. smrtnih kazni 1950. u jeku antistaljinističkog terora!). Mnoga lica nisu zavedena a boravila su u zatvoru ili logoru (najpoznatiji slučaj Golog otoka gde su lica slata po administrativnoj kazni ili kulaka koji su često hapšeni na proleće a puštani na jesen bez ikakvih presuda). Treće, ali ne manje važno, nažalost još uvek u Srbiji mnogi relevantni policijsko bezbednosni izvori iz razloga zdravom razumu neobjašnjivim, istraživačima su nedostupni. Ipak ovako manjkava zvanična dostupna statistika osuđenih za dela protiv društvenog uređenja, tj. krivična

---

<sup>3</sup> Za potrebe ove analize uzimamo zvaničan statistički broj političkih osuđenika (glava X i XV KZ) korigovan sa brojem represiranih ibleovača i kulaka koje ne hvata zvanična statistika na osnovu dostupnih naučnih radova- *nap.aut.,.*

dela protiv naroda i države („politički osuđenici u užem smislu“ suđeni po Desetoj glavi KZ iz 1951. tj. „asnije Petnaestoj glavi KZ iz 1977) rečito govori o intenzitetu političke represije. Jasno se uočava veliki zaokret posle 1951, kao i velika fluktuacija političkog nasilja, ublažavanje kursa šezdesetih kao i eskalacija tokom sedamdesetih, zavisno od složenih faktora unutrašnje i spoljne politike u Srbiji i Jugoslaviji od 1947-1987. godine.<sup>4</sup>

ka koji su se protivili kolektivizaciji i otkupu i više od 55.000 uhapšenih po liniji IB-a. Od toga u Srbiji ne manje od 250.00–300.000.<sup>5</sup> Za razliku od broja uhapšenih po političkoj liniji *broj osuđenih* je mnogo manji. Zvanična statistika registruje u periodu 1947-1987. tek oko 52. 000 političkih osuđenika. Uzimajući u obzir i prve dve godine za koje nedostaju zvanični podaci a kada je osuđen najveći broj „čistih političkih“ (mahom pred vojnim sudovima)



Garfikon 1:

**Broj osuđenih za krivična dela protiv društvenog uređenja u SFRJ 1947-1987.**

Statistički godišnjak: Jugoslavija 1918–1988, Beograd 1988. str. 432.

Okvirno se ukupan broj lišavanih slobode u Jugoslaviji zbog političkih stvari u širem smislu može proceniti na blizu 500.0000, pri tom oko 300.000 hapšenih pripadnika različitih slojeva građanskog društva, oko 100.000 selja-

broj bi u periodu od 1944-1985. mogao da dosegne blizu 120.000 osuđenih lica u Jugoslaviji i to oko 68.000 pred civilnim i 52.000 pred vojnim sudovima. Polovina tog broja bi bila očekivana za Srbiju. Broj *političkih* u širem smislu u

<sup>4</sup> Statistički godišnjak: Jugoslavija 1918–1988, Beograd 1988, 432; 431-435.

<sup>5</sup> Prema nekim okvirnim procenama istraživača, u Mađarskoj je 1948–1953. bilo oko 700.000 osuđenih, Čehoslovačkoj 200.000, Rumuniji preko 500.000 dok je kroz 86 radnih logora u Bugarskoj prošlo oko 187.000 ljudi.– S. Curtois, N. Verth, J. Pane, A. Packovski, K. Bartošek, J. L. Margolin, *Crna knjiga komunizma*, 232.

periodu 1945-1985, u koji ulaze i 120 hiljada „čistih“, oko 100.000 osuđenih *kulaka*, privatnih preduzetnika-*špekulanata*, blizu 50.000 (oko 20.000 krivično) osuđenih za pokušaj bega preko granice i izbegavanje vojne obaveze, klevete i uvrede državnih organa kao i drugih „*sakrivenih*“ prestupnika, ukupno bi se mogao proceniti na blizu 270.000 (za Srbiju oko polovina tog broja) tj. nešto manje od polovine svih hapšenih.<sup>6</sup>

Naravno, deo političkih delinkvenata krije se kao što smo napomenuli i među onima koji su suđeni za *dela protiv narodne privrede*. Njihov broj je kulminirao u godini donošenja Prvog petogodišnjeg plana kada je osuđeno ukupno 47.126 lica, ali je za samo šest godina, do 1953, promenom političke klime opao na nešto više od 15.000.<sup>7</sup> Procena je da u toj razlici, to jest svi osuđeni preko 10-15.000 na godišnjem nivou, predstavljaju osuđene u kampanji otkupa i kolektivizacije što je prema našim proračunima *blizu 100.000 u periodu 1947-1953*. s tim da je još najmanje toliko prošlo zatvore.<sup>8</sup> Kampanja kolektivizacije i otkupa, naročito intenzivirana i nasilno i kampanjski sprovedena u vreme najžešćih sukoba sa Informbiroom, naglo je prekinuta. Pre sukoba 1948. bilo je 638 seljačkih

radnih zadruga da bi 1950. njihov broj dostigao 6.913, a samo tri godine kasnije, 1953, pao na 1.165. Samo tokom 1949. osnovano je oko 5.000 takvih seljačkih kolektiva, uz brutalnu primenu državne sile i prinude.<sup>9</sup>

Odustajanje od kolektivizacije, smanjenje pa i ukidanje otkupa, umanjeње vrednosti dobrovoljnog rada su manifestacija (uz ublažavanje represije na svim drugim planovima) zaokreta i nagoveštaj novog kursa u spoljnoj politici – odustajanje od sovjetskog uzora i pokušaj promovisanja nove vizije socijalističkog društva ali i mogući ustupci režima, dobrovoljni ili iznuđeni, za ekonomske i političke aranžmane sa zapadnim demokratijama. Kasnije šezdesetih i sedamdesetih broj optuženih za ovu vrstu krivičnih dela opada dok je udeo političkih marginalan. Blagi trend rasta beleži se ponovo sedamdesetih (tzv. tehnome-nadžeri) kao i osamdesetih.

Prilikom analize broja osuđenih zbog privrednih prestupa treba imati u vidu i to da je liberalizacija društva i medija, između ostalog naročito posle 1985. u mnogome doprinela otkrivanju mnogih stvarnih privrednih afera direktora koji su bili pod političkom zaštitom za života Josipa Broza i u periodu čvrste ruke sedamdesetih. Ipak,

---

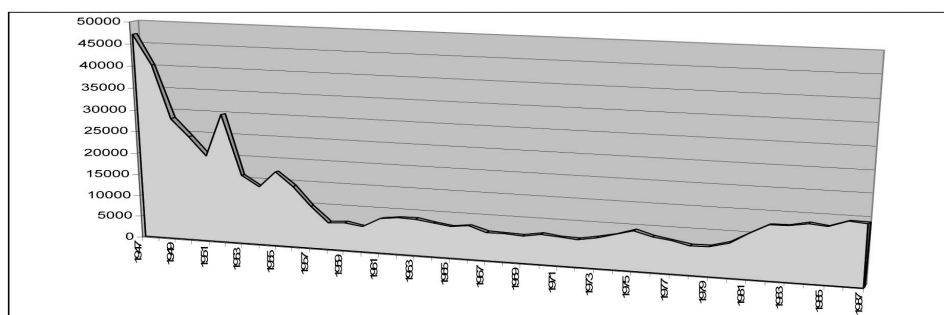
<sup>6</sup> Statistički godišnjak: Jugoslavija 1918 –1988, Beograd 1988, 431-435; M.Kalođera, Statistika vojnih sudova 1945-1976, neobjavljeno, S.Cvetković, Politička represija u Srbiji 1953-1985, doktorski rad u rukopisu.

<sup>7</sup> Statistički godišnjak: Jugoslavija 1918 –1988, Beograd 1988, 431-432.

<sup>8</sup> Više u M. Pavlović, *Srpsko selo 1945–1952*, Beograd 1995; J. Popov, *Drama na vojvođanskom selu*, Novi Sad 2003.

<sup>9</sup> Statistički godišnjak: Jugoslavija 1918 –1988, Beograd 1988, 431-432.

## FINANSIJE



Grafikon 2:

**Broj osuđenih za krivična dela protiv narodne privrede u SFRJ 1947-1987.**

Statistički godišnjak: Jugoslavija 1918–1988, str. 432.

povećanje nije plod samo sloboda već i povećane upotrebe fabrikovanih ili politički zloupotrebljenih privrednih afera kako bi se eliminisali politički protivnici (npr. slučaj afere Agrokomerc 1987. i druge). No, isto tako, s druge strane, može se sumnjati znajući da je u vreme samoupravnog socijalizma, kako zbog spoljnog faktora tako i domaćeg javnog mnjenja, potreba za mimikrijom i podzemnom represijom bila veća naročito šezdesetih i sedamdesetih posle potpisivanja i ratifikovanja raznih međunarodnih konvencija (dok se na primer do 1951. vlast nije mnogo na to osvrtała) da je politički progon nalazio i „skrivenе puteve“. Ipak, ni ovaj fenomen ne bi trebalo naduvavati i pripisivati mu neslućene razmere kao i u slučaju, progonu zbog privrednih delikata, zloupotrebe psihiatrije i sličnog radi se o vrlo ograničenom broju slučajeva naročito na nekom višem državnom nivou. Ima

indicija da su na lokalnu pojedinim partijskim moćnicima prilikom obračuna ruke bile odrešnije. Budući da je u zakonskom sankcionisanju političkog delikta namerno ostavljano mnogo toga nedorečenog, to je pogodovalo proizvoljnom tumačenju sudija. Osim, partijnosti sudstva, leve frazeologije prilikom donošenja presuda, najveći problem za demokratizaciju prilika predstavljala je samovolja UDB-e i brzopleto lišavanje slobode. Prema podacima koje je izneo sam Aleksandar Ranković na 4. plenumu juna 1951, u referatu o jačanju pravosuđa i zakonitosti, tokom 1949. čak je u 47% slučajeva hapšenja na nivou Jugoslavije bilo neopravdano: 40% u Srbiji, 39% u Sloveniji, 51% u Bosni i Hercegovini.<sup>10</sup>

Za razliku od političke represije prema građanskoj opoziciji o kojima se u nauci više piše tek u poslednje vreme, teme otkupa kao i represije nad

<sup>10</sup> B. Petranović, R. Končar, R. Radonjić, *Sednice CK KPJ 1945–1952*, 508–540, Rankovićev referat.

ibeovcima otvorene su skoro četvrt veka. Ipak, nemoguće je i ovde utvrditi potpuno tačan broj lica koja su prošla kroz zatvore, jer pored problema skrivanja, u velikom broju slučajeva (uglavnom u periodu do 1953.) ljudi su držani po nekoliko meseci u pritvoru a da nikad nije došlo do sudskog procesa. Znatno broj je kažnjavan tzv. administrativnom kaznom, na višemesečni zatvor i prinudni rad. Broj lica držanih u višemesečnom pritvoru bez sudskog procesa, u pojedinim periodima (po oslobođenju 1944–45, u vreme kampanje otkupa i IB-a i dr.) bio je višestruko veći od procesuiranih, pa se ukupan broj lica koji je prošao kroz zatvore u godinama 1944–1953. po raznim osnovama može okvirno proceniti i na blizu 800. 000 (zvanična statistika govori o blizu 350.000 u periodu 1947–1953). Samo po liniji Informbiroa navodno je uhapšeno 55.663 lica od čega je osuđeno 16. 312, a kroz Goli otok je između 1949–1958. prošlo nešto preko 11.000 zatvorenika. Ili, prema nekim nezvaničnim izvorima čak do 32.000.<sup>11</sup>

Drugi parametar koji može biti relevantan mada ne i ključan kada je u

pitanju politička represija jeste broj smrtnih kazni.<sup>12</sup> I ovde statistika pokazuje slične tendencije kao kod političkih osuđenika s tim da se posle pedesetih uočava još veće opadanje a zatim i potpuni nestanak smrtne kazne kada su u pitanju plitički delikti. Ukupno je u periodu 1944–2000. od vojnih i civilnih sudova u Jugoslaviji izrečeno negde oko 9.800 smrtnih presuda gde je otprilike (na osnovu trenda!) oko 7.000 (80%) i izvršeno. Zanimljiv je i podatak da su sudovi u Jugoslaviji do 1951. izrekli čak 9.500 (98% svih) smrtnih kazni zapravo 5.484 ili skoro 70% samo tokom 1945. godine a u periodu 1951. do 2000. samo oko 300. Do 1951. po broju presuđenih smrtnih kazni ubedljivo su prednjačili vojni sudovi oko 8.000 prema oko 1.500 presuda civilnih sudova od čega je najmanje 500 izrečeno od jeseni 1945. pa do kraja 1946).<sup>13</sup> Naime, prema ovom jednom internom dokumentu vojske od 1945. do 1976. vojni sudovi su ukupno izrekli 6.685 smrtnih kazni i to čak 6.663 do 1953. ili 98% od svih odnosno tačnije rečeno samo 1945–1946. izrečeno je oko 90% (5.996) svih smrtnih kazni u posleratnom periodu. Bez premca je

<sup>11</sup> Od toga oko dve trećine uhapšenih ibeovca bili su Srbi i Crnogorci (kod poslednjih procenat uhapšenih je bio ubedljivo najveći – čak 0,73% od ukupnog stanovništva), S.Cvetković, *Između srpa i čekića*, Beograd 2006, 374.

<sup>12</sup> Dedijer navodi procene jednog od bivših upravnika logora A. Raštegorca. – V. Dedijer, *Novi prilozi za biografiju druga Tita*, 474.; Za više o represiji prema ibeovcima vidi u D. Marković, *Istina o Golom otoku*, Beograd 1987.; D. Mihailović, *Goli otok*, Beograd 1990.; R.Radonjić, *Izgubljena orijentacija*, Beograd 1985.; Statistički godišnjak: Jugoslavija 1918–1988, Beograd 1988, 431–435.

<sup>13</sup> Broj smrtnih kazni za period 1944–1951. uzet je samo na osnovu zbirnih podataka iz: *Statistički godišnjak: Jugoslavija 1918–1988*, Beograd 1988, 432.; I. Janković, *Smrt u prisustvu vlasti*, 475; Interna brošura gen. potpukovnika Marka Kalodere „*Istorijat Vojnog pravosuđa u JNA* „, neobjavljeno.

godina 1945. sa 5.484 osuđenih na smrt (od toga 4.864 civila!) što je čak 15% od svih osuđenih te godine (41.000 lica). Takođe je i ovde, poput napred navedene statistike o osuđenim licima indikativno da više od 80% osuđenih na smrt predstavljaju civilna lica kao i da je udeo civila osuđenih na smrt u ukupnom broju osuđenih skoro duplo veći 8.5% prema 4.5% kod vojnih lica. Posle 1960. smrtna kazna su izuzetno retke (npr. 1967. izrečena je samo jedna!) a iskakanje predstavlja delimično 1973. godina kada su izrečene četiri smrtna kazne i to pripadnicima ustaške terorističke grupe (od kojih nisu sve i izvršene već samo dve) da bi zatim posle osude terorista iz 1972. kao pravosnažne za političke delikte i potpuno nestale.<sup>14</sup>

Međutim, čak i ovako uzeti nepotpuni podaci, kritički analizirani i čitani, ukazuju na neka globalna kretanja i na izuzetnu represivnost komunističkog režima u „staljinističkom“ periodu 1944–1945. kao i na kasnije oscilacije i

fluktuacije u „samoupravnom« zavisno od složenih unutarnjih i spoljnopolitičkih faktora ali i potreba režima da s jedne strane, očuva politički monopol SKJ, a da se s druge legitimise kao zemlja demokratskog samoupravnog socijalizma koja je odbacila staljinističko nasleđe i brutalne metode obračuna s političkim protivnicima.

Posle 1953. revolucionarnom zanosu bio je kraj. Kao i celo društvo tako je i u smislu političke represije do početka sedamdesetih Jugoslavija ostala čardak ni na nebu ni na zemlji. Naime, iako su neka prava, putovanja i određene slobode u javnom i kulturnom životu bile evidentne, još uvek se u Jugoslaviji lako mogao „zaglaviti zatvor“ zbog iznošenja političkih stavova i aktivnosti, kritike društvenog uređenja ili funkcionera ali su kazne bile neuporedivo blaže i amnestije češće nego u Istočnom bloku – korak napred dva koraka nazad kako duhovito primećuje Predrag Marković.<sup>15</sup> Tek promenom kursa koji je tiho počeo posle 1968. a intenziviran nakon 1971.

---

<sup>14</sup> Broj od 8.000 osuđenih na smrt pred vojnim sudovima dobijen je tako što je na broj osuđenih na osnovu objavljene vojne statistike pridodat procenjeni broj od blizu 1.500 presuda za poslednja tri meseca 1944. (objavljeni spiskovi) takođe nedostaje statistika za civilne sudove u periodu 1945–1949. pa smo u ovom periodu na osnovu trenda iz najbližih godina procenili broj osuđenih na smrt na oko 1.500 - *nap.aut.*

Uputstvo iz 1964. je poredviđalo sastav komisije od sudije tužioca, upravnika zatvora, lekara i zapisničara (a može a ne mora prisustvovati i branilac optuženog). Smrtna kazna se vršila ujutro, bez prisustva javnosti, po pravilu van grada, od strane streljačkog voda od najmanje osam članova od kojih je polovina imala bojevu municiju. Osuđeni na smrt ima pravo na poslednji sastanak sa porodicom, uoči streljanja vezuje sa za određeni predmet i stavlja mu se poveza na oči. Po okončanju postupka lekar konstatuje smrt i pravi se zapisnik koji potpisuju svi članovi komisije; Interna brošura gen.potpukovnika Marka Kalodere „*Istorijat Vojnog pravosuđa u JNA* „, neobjavljeno. AJ, Vrhovni sud Jugoslavije, 212, F111, *Uputstvo o izvršenju smrtna kazne*, 1-7.

<sup>15</sup> P. Marković, Beograd između istoka i zapada, Beograd 1997, 193–194; L. Kolakovski, Glavni tokovi marksizma III, Beograd 1985, 538.



pre svega usled burnih unutarnjih političkih događaja studentskih demonstracija, maspoka, političke likvidacije liberala u Srbiji, (kao i nekih spoljnih kao što je sovjetska intervencija u Čehoslovačkoj) pobedom tvrdog krila prešlo se na čvrstu ruku koja će potrajati i više od pet godina posle Titove smrti. Ipak, u drugom društvenom kontekstu, i pod uticajem međunarodnog faktora, globalne krize komunizma kao i stasalog domaćeg kritičkog javnog mnjenja, ove mere čvrste ruke i političkog stezanja nisu imale onaj efekat kao u prvoj deceniji posle Drugog svetskog rata, već su se vlastima obijale o glavu i vraćale kao bumerang, raspirujući još veće težnje za političkim slobodama kroz mnogobrojne proteste i peticije probuđene javnosti.

### REGRESIONE ANALIZE

U prvoj analizi regresirali smo dinamiku (stope rasta) DP po stanovniku u periodu 1949-1987. na sledeće varijable: dinamika privrednih delikata, dinamika političkih osuđenika, intenzivnost smrtnih kazni (veštačka varijabla), stopa rasta uvoza (u dolarima) kao i dinamika kapitalne opremljenosti (dinamika vrednosti kapitala po zaposlenom).

Regresiona analiza pokazuje da dati skup varijabli značajno objašnjava varijaciju dinamike DP pc, jer je F test značajan ( $F=8,54$ ), a verovatnoća, odnosno signifikantnost rezultata je vrlo visoka ( $t=0,000$ ). Takođe, reziduali ne odstupaju značajno od normalnog rasporeda, ali su oni signifikantno međusobno korelisani, što znači da navedene

objašnjavajuće varijable u potpunosti ne objašnjavaju varijaciju DP pc. Ipak, posmatrajući uticaj datih varijabli u grupi varijabli (gde su ostale varijable kontrolne varijable), statistički signifikantne su dinamika kapitalne opremljenosti, dinamika uvoza u dolarima kao i intenzivnost smrtnih kazni. Posmatrane promenljive, kao i privredni delikti imaju očekivani predznak regresionog koeficijenta. I promenljive koje nemaju kritičan nivo signifikantnosti ( $t=0,100$ ) nemaju zanemarljiv uticaj u skupu.

Potom smo dinamiku DP pc posebno regresirali na svaku pojedinačnu varijablu (sa konstantom) i dobili veoma zanimljive rezultate. Naime, stopa rasta uvoza najviše je delovala na varijacije DP pc (regresioni koeficijent  $=17,41$ ,  $t=0,000$ ). Regresioni koeficijent koji pokazuje uticaj intenziteta smrtnih kazni na dinamiku DP pc ima vrednost:  $7,64$ ,  $t=0,024$ ; dok dinamika privrednih delikata ima regresioni koeficijent:  $-5,49$ ,  $t=0,018$ . Na ivici signifikantnosti je uticaj dinamike kapitalne opremljenosti (regresioni koeficijent:  $30,5$ ;  $t=0,131$ ). S druge strane, dinamika broja političkih osuđenika, partikularno posmatrano, imala je nedovoljnu, ali ne i zanemarljivu signifikantnost ( $t=0,172$ ). Znakovi regresionih koeficijaneta su logični, odnosno očekivani: rast uvoza pozitivno je uticao na dinamiku DP pc, kao i dinamika kapitalne opremljenosti, dok su intenzitet smrtnih kazni, dinamika privrednih delikata i političkih osuđenika imali negativan regresioni koeficijent, što ukazuju na inverzan, uticaj ovih varijabli na dinamiku DP pc.

Potom smo regresirali dinamiku DP

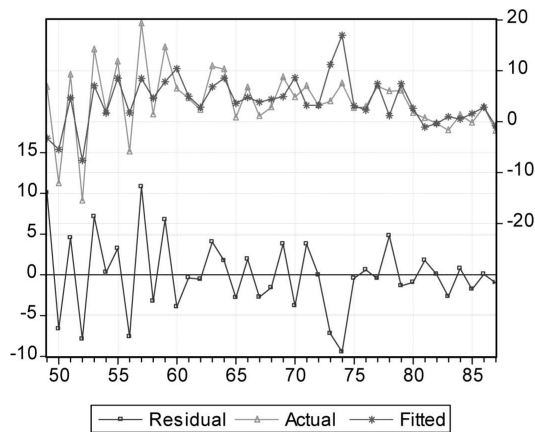


## FINANSIJE

**Tabela 1: Linearna regresiona analiza zavisna varijabla: DP pc**  
(ocenjivanje koeficijenta izvršeno metodom LS - metod najmanjih kvadrata)

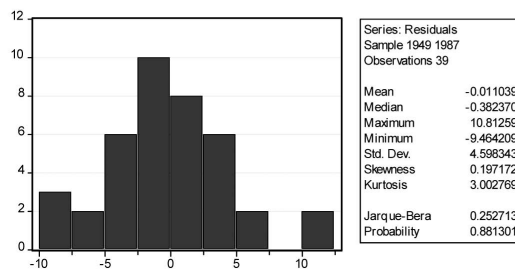
| varijable:         | koeficijent | stand. greška | t-statistika          | Verovatnoća (prob.) |
|--------------------|-------------|---------------|-----------------------|---------------------|
| POLITIKA           | 1,53        | 1,14          | 1,34                  | 0,19                |
| SMRT               | -10,7       | 4,07          | -2,63                 | 0,01                |
| DLOG (KL)          | 31,7        | 1,52          | 2,08                  | 0,04                |
| PRIVREDA           | -0,79       | 0,73          | -1,09                 | 0,28                |
| R UVOZ             | 18,2        | 3,93          | 4,62                  | 0,00                |
| R-squared          | 0,50        |               | Mean dependent var    | 3,96                |
| Adjusted R-squared | 0,44        |               | S.D. dependent var    | 6,51                |
| S.E. of regression | 4,86        |               | Akaike info criterion | 3,28                |
| Sum squared resid  | 803,5       |               | Schwarz criterion     | 3,50                |
| Log likelihood     | -114,3      |               | F-statistic           | 8,54                |
| Durbin-Watson stat | 2,76        |               | Prob (F-statistic)    | 0,00                |

*Napomena:* uzorak obuhvata period 1949-87, broj observacija je 39.



Grafikon 3:

**Originalne i modelske vrednosti dinamike DP po stanovniku 1949-87.**



Grafikon 4:

**Distribucija rezidualne komponente dinamike DP pc u periodu 1949-87.**

po zaposlenom na sledeće varijable: dinamika kapitalne opremljenosti (kapital/rad), dinamika privrednih delikata, dinamika političkih osuđenika, intenzitet smrtnih kazni (veštačka varijabla), intenzitet nacionalizacije (veštačka varijabla), stopa rasta uvoza u dolarima. Uzeli smo podatke o kapitalnoj opremljenosti od 1952. i relativne promene tog indikatora su „izglađene“ pomoću petočlanih pokretnih proseka radi lakšeg sagledavanja tendencija.<sup>16</sup> Dakle, za sagledavanje faktora koji su uticali na radnu produktivnost testirani su pomoću regresione procedure sledeće varijable, koje su označene skraćenicama s velikim slovima:

- dinamika kapitalne opremljenosti (DLOG(K/L))
- broj privrednih delikata (PRIVREDA)
- broj smrtnih kazni (SMRTT)
- broj nacionalizacija (NACDCC)
- godišnje stope vrednosti uvoza u SAD \$ (UVOZR)
- broj političkih osuđenika (POLITIKA)
- konstanta (C)

U navedenoj tabeli, poslednja kolona, koja pokazuje verovatnoće ukazuje da su signifikantne dinamika kapitalne opremljenosti i stopa rasta uvoza. Ostali faktori nisu značajno delovali. Međutim, detaljnom analizom („posle korekcije krajeva“), testiranjem značajnosti uticaja, dobijeni su sledeći rezultati za pojedinačne i grupe varijabli:

Tri faktora u periodu 1950-86. značajno su delovala na dinamiku produktivnosti (DP po zaposlenom): dinamika opremljenosti (kapital po zaposlenom), stope uvoza i intenzitet smrtnih kazni.

Treba naglasiti da je intenzitet smrtnih kazni, koji u početnoj verziji nije značajno uticao, posle isključivanja napred pomenutih faktora značajno uticao. Ocenjeni koeficijenti, pošto su dobijeni iz uzastopnih logaritamskih razlika su u stvari elastičnosti i pokazuju da ako se opremljenost povećavala za 1%, onda je produktivnost rasla približno za pola procenta i to značajno ( $t=0.002$ ). Ostala dva faktora, bez obzira što su njihovi koeficijenti osetno manji, takođe su stati-

---

<sup>16</sup> Vrednost kapitala (osnovnih sredstava) porasla je približno 12 puta DP šest i po puta, a broj zaposlenih oko četiri puta (stanje 1989.).

Do 1965. kapital i DP imali su sličnu tendenciju, dok je broj zaposlenih rastao sporije. Nakon toga kapital nastavlja da raste istim tempom, DP se usporava tako da nastaje razlaz; razlike su sve veće do 1980. Posle toga nastalo je usporenje i kapitala i DP, s tim što je usporenje DP osetno jače od kapitala. Usporenje broja zaposlenih (rada) je osetno veće u odnosu na kapital, ali u odnosu na DP osetno blaže. Usporavanje dinamike kapitala nastaje već posle 1963. i to osetno do 1966; zatim su stope počele da rastu do 1970, kada su iznosile do 8%. Onda nastaje usporavanje, sa izuzetkom 1974-1976. Od tada nastaje jako usporavanje. Stope su do 1988. spale na oko 2%. Ovakav tok pratio je i DP, s tim da posle 1975. opadao brže, tako da je stopa krajem perioda bila nula, znači potpuna stagnaciju. Dinamika obima rada je samo donekle pratila dinamike prva dva. Posle 1959. stope su naglo opale, čak do nule, nakon toga do 1975. stope su porasle na 4%, posle su opadale, ali osetno sporije nego DP i kapital.

---

## FINANSIJE

---

Tabela 2:  
**Linearna regresiona analiza zavisna varijabla:  
dinamika produktivnosti (DP po zaposlenom)**

(ocenjivanje koeficijenta izvršeno metodom LS - metod najmanjih kvadrata)

| varijable:         | koeficijent | stand. greška | t-statistika          | Verovatnoća (prob.) |
|--------------------|-------------|---------------|-----------------------|---------------------|
| DLOG(K/L)          | 0.485       | 0.199         | 2.442                 | 0.021               |
| PRIVREDA           | -0.009      | 0.040         | -0.217                | 0.830               |
| SMRT               | 0.087       | 0.054         | 1.603                 | 0.119               |
| NAC DCC            | -0.047      | 0.032         | -1.458                | 0.155               |
| UVOZ R             | -0.098      | 0.049         | -2.014                | 0.053               |
| POLITIKA           | 0.011       | 0.015         | 0.705                 | 0.486               |
| C                  | 0.018       | 0.352         | 0.050                 | 0.960               |
|                    |             |               |                       |                     |
| R-squared          | 0.415       |               | Mean dependent var    | 0.001               |
| Adjusted R-squared | 0.297       |               | S.D. dependent var    | 0.065               |
| S.E. of regression | 0.055       |               | Akaike info criterion | -5.643              |
| Sum squared resid  | 0.090       |               | Schwarz criterion     | -5.339              |
| Log likelihood     | 58.901      |               | F-statistic           | 3.540               |
| Durbin-Watson stat | 2.239       |               | Prob (F-statistic)    | 0.009               |

*Napomena:* uzorak obuhvata period 1950-86, broj observacija je 37.

Tabela 3:  
**Linearna regresiona analiza „posle korekcije krajeva“  
zavisna varijabla: dinamika produktivnosti (DP po zaposlenom)**

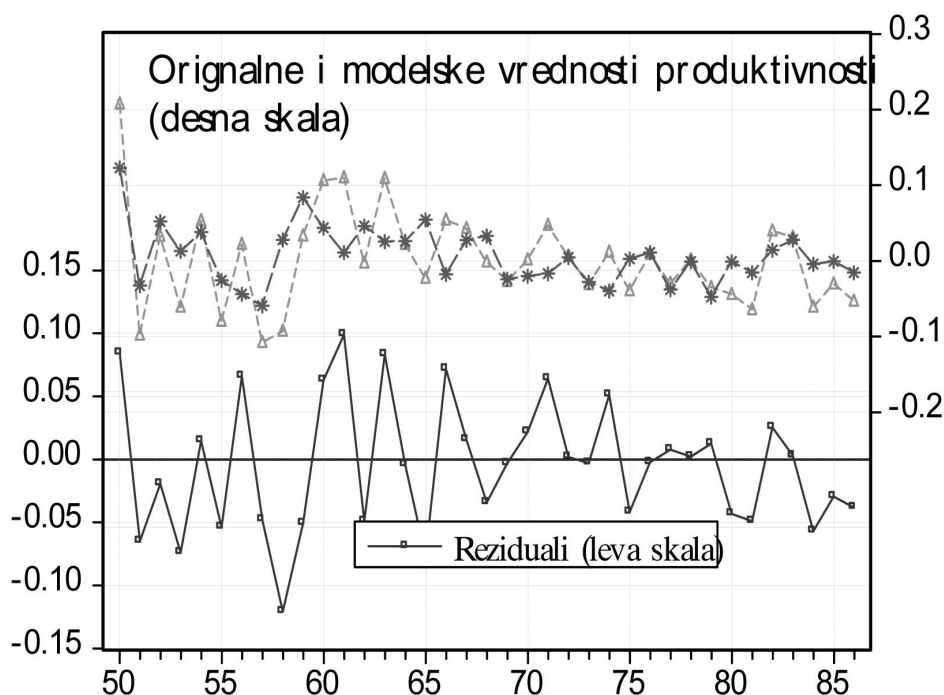
(ocenjivanje koeficijenta izvršeno metodom LS - metod najmanjih kvadrata)

| varijable:         | koeficijent | stand. greška | t-statistika          | verovatnoća (prob.) |
|--------------------|-------------|---------------|-----------------------|---------------------|
| DLOG(K/L)          | 0.495       | 0.151         | 3.289                 | 0.002               |
| UVOZ R             | -0.112      | 0.039         | -2.877                | 0.007               |
| SMRT               | 0.070       | 0.032         | 2.201                 | 0.035               |
|                    |             |               |                       |                     |
| R-squared          | 0.352       |               | Mean dependent var    | 0,001               |
| Adjusted R-squared | 0.313       |               | S.D. dependent var    | 0,065               |
| S.E. of regression | 0.054       |               | Akaike info criterion | -5.757              |
| Sum squared resid  | 0.099       |               | Schwarz criterion     | -5.627              |
| Log likelihood     | 57.011      |               | F-statistic           | 9,217               |
| Durbin-Watson stat | 2.072       |               | Prob (F-statistic)    | 0,001               |

*Napomena:* uzorak obuhvata period 1950-86, broj observacija je 37.

stički značajni. Ukupno dejstvo ova tri faktora (F-statistika) takođe, je statistički značajno. DW (Durbin-Watson) je u prihvatljivim granicama. AIC (Akaike informacijski kriterijum) je manji nego u slučaju uključivanja svih faktora što, takođe, ukazuje da je ovaj model adekvatniji. Prosečna vrednost zavisno promenljive, relativna promena radne produktivnosti, bila je 0.001, ili u procentima 0,1%, pozitivna, što znači da je radna produktivnost ukupno porasla 3.7 puta približno (bez obzira na povećanje broja zaposlenih, uz standardnu devijaciju: 0.065; mada serija nije stacionarna).

Histogram, dat na prethodnom grafikonu pokazuje da su reziduali (odstupanja) približno normalno raspoređeni (Jarque-Bera test ukazuje da se može prihvatiti hipoteza da ne odstupaju značajno od Normalne raspodele,  $p=0.65$ ). Dalje, autokorelacije, testirano pomoću Breusch-Godfrey serial correlation LM testa pokazuju da na lagovima 1 i 2 ne postoji značajna korelacija. Ovim se ukazuje da su ispunjene osnovne pretpostavke za adekvatnu primenu regresionog modela, da se ne odbacuje hipoteza da navedena tri faktora nisu značajno delovala na njen razvoj.



Grafikon 5:  
Histogram: reziduali (odstupanja originalnih od modelskih podataka)

Obe regresije pokazuju da od varijabali koje smo uzeli u razmatranje, a koje eventualno ukazuju na stepen represivnosti režima statistički su značajne smrtna kazna, broj privrednih delikata i stopa rasta uvoza, sa očekivanim, odnosno ligičnim predznacima.

Takođe, možemo konstatovati da broj političkih osuđenika nema u kritičnoj meri statistički signifikantan uticaj na dinamiku DP pc ili DP po zaposlenom. Izvršene analize ukazuju na složenost uticaja represivnosti režima na stopu rasta DP pc i na dinamiku produktivnosti (i u svakom slučaju, ovu problematiku potrebno je dodatno istražiti). Rezultati, ukazuju da postoji statistički signifikantna veza datih pojava, ali da ona nije u potpunosti jasna, i da su određeni rezultati kontradiktorni.

Problem se naravno može razumeti tek izučavanjem konteksta širih društveno-političkih i privrednih kretanja. Ipak, mišljenja smo da se može privratiti teza po kojoj je državna po-

litika, bilo u formi represivnosti ili ekonomskog dirizma, u određenoj meri negativno uticala na ekonomski rast kako u drugim zemljama tako i u SFRJ, na šta ukazuju i brojne referentne studije, citirane u poslednjem delu rada.

### **REFERENTNE STUDIJE O UTICAJU NEDEMOKRATIČNO- STI (REPRESIVNOSTI) NA EKONOMSKI RAST**

Bitno pitanje vezano za represivni, odnosno nedemokratski režim je koliko on eventualno košta? Inverzno i strogo ekonomski posmatrano da li demokratski sistem vlasti stimuliše privredni rast i razvoj?<sup>17</sup>

U skladu sa značajem problema objavljene su i brojne studije koje ispituju međuođnos nivoa demokratije i ekonomskog rasta (npr. da li demokratija bolje promovise rast od nedemokratskih sistema) i to posebno u poslednje skoro dve decenije, odnosno od pada Berlinskog zida i napuštanja

---

<sup>17</sup> Neki od autora navode da su sa rastućim dohotkom društva sposobnija i spremnija više da plate za takve stvari kao što su čist vazduh, bolji radni uslovi i demokratska vlada. U periodu pred demokratizaciju većina zemalja je osetila pogoršanje privrednog rasta što je možda pospešilo prelazak na demokratiju. Kada se posmatra sumarni indeks političkih prava za preko 100 zemalja vidi se da on opada od 1960. sa 0,66 na 0,44 1975. (usled uspona autoritarnih režima u supsaharskoj Africi šezdesetih) da bi se oporavio 1995. godine (0,59).

Diktatori su neretko skloni neproaktivnim investicijama ali oni istovremeno mogu „gurati“ ekonomski rast žrtvujući trenutnu potrošnju zarad investicija. Indikativni su primeri Čilea i „istočnoazijskih tigrova“ koje su imale uspešne privrede pod autoritarnim režimima, što bi moglo da ukazuje da razvoj i radikalne reforme zahtevaju čvrstu ruku. S druge strane, neke od najuspešnijih reformi su bile izvedene od strane novoizabranih demokratskih vlada (npr. Bolivija 1985, Brazil 1994, Argentina 1991). U periodu pred demokratizaciju većina zemalja je osetila pogoršanje privrednog rasta što je možda pospešilo prelazak na demokratiju. Neki od autora navode da su sa rastućim dohotkom društva sposobnija i spremnija više da plate za takve stvari kao što su čist vazduh, bolji radni uslovi i demokratska vlada.

jednog etatičkog poretka od strane velikog broja zemalja. Ovo pitanje je od posebne važnosti i za Srbiju koja, konačno poslednjih godina, izgrađuje demokratske institucije od petooktobarskog demokratskog prevrata.<sup>18</sup>

U studijama se najviše primenju „cross-country“ regresione analize gde su zavisne, nezavisne, kontrolne i veštačke varijable stopa privrednog rasta, nivo demokratije (elektoralna prava i civilne slobode), očekivano trajanje života, nivo osnovnog obrazovanja, inicijalni dohodak itd. Analizira se dug vremenski period (i do 40 godina) i uzima u obzir veliki broj država (i preko 100). Pored regresione analize primenjuje se i pristup „before-and-after“ gde se pored ostvarene prosečne stope rasta za određeni vremenski period (pet ili deset godina) pre i posle godine kada je ostvarena demokratizacija društva (npr. za Srbiju 2000).

Čini se da najveći broj studija podržava ideju o pozitivnoj relaciji demokratije i ekonomskog rasta čime bi mogla biti potvrđena čuvena hipoteza Martina Lipseta (po Lipsetu, moćnije zemlje, odnosno one sa većim elektoratom lakše prihvataju demokratiju i imaju veću šansu za viši nivo socio-ekonomske razvije-

nosti) da prosperitet pospešuje demokratiju. S druge strane, treba napomeniti da postoji i znatan broj istraživanja koji utvrđuju negativnu relaciju ili pak ne utvrđuju nikakvu povezanost demokratije i rasta (npr. radovi O. Blancharda, P. Perssona, V. Raoa itd.).

Postoje različiti naučni pristupi prirodi odnosa demokratskih sloboda i ekonomskog rasta. Prema prvom (konfliktnom), demokratija, za razliku od autoritarnih režima nije u stanju da toleriše nizak nivo javne potrošnje i niske realne nadnice, koje za cilj imaju više investicije i rast.

Prema drugoj, najprihvaćenijoj perspektivi, demokratski sistem je najuspešniji i pomaže održavanju rasta na duge staze. Treća (skeptična) teorija tvrdi da sama politika nema značaj za ekonomiju i da stabilnost režima nema jaku direktnu vezu vezu sa privrednim rastom.

Inače, u teoriji je već davno primećena činjenica da ekonomski rast ne mora nužno voditi u demokratizaciju društvenih prilika ali, svakako, predstavlja bitan uslov. Tako kontroverzni harvardski politikolog S. Hantigton u svojoj municioznoj analizi procesa demokratizacije u svetu primećuje da je ekonomski rast moguć i u totalitarnim si-

---

<sup>18</sup> Inače, ranije se smatralo da demokratija utiče na usporavanje rasta životnog standarda i da je to, u stvari, cena demokratije. Novije teorije ukazuju da ono što je sigurno je da demokratije, u najmanju ruku ne usporavaju rast i, po svemu sudeći, ga ubrzavaju. Indirektni efekti na ekonomski rast su vidljivi preko povezanosti demokratije sa nivoom investicija i unapređenjem obrazovanja. U svakom slučaju država radi podsticanja ekonomskog rasta ne sme koristiti mere koje smanjuju nivo demokratskih prava i sloboda. Dakle, alternativa ne sme biti manjak demokratije i gubitak u racionalnosti je, ipak, prihvatljiva cena demokratije i uteha onima koji na pijedestal stavljaju demokratiju i ljudska prava.

stemima (Kina, Staljinov SSSR, Hitle-rova Nemačka, itd). S druge strane pak, uočava i često navođen primer velike ekonomske depresije iz 1929. koja se odrazila na krizu demokratije u Evropi i poklapa se sa zavođenjem talasa diktatura državnog intervencionizma kojeg u svojoj studiji naziva *povratni talas* posle „*drugog talasa*“ demokratizacije i prosperiteta s kraja 19. veka. Iako naravno primećuje da uticaj ekonomskog faktora nije jednoznačan i na njega utiče niz drugih dubljih faktora, kulturološki, istorijski, antropološki itd. za stabilnu demokratiju, potrebna je i izvesna ekonomska stabilnost i obratno za dugoročan i zdrav privredni prosperitet potreban je određen nivo demokratizacije. Po Hantigtonu određeni nivo društvenog proizvoda može imati stabilizirajuće i blagotvorno dejstvo na demokratske procese mada to on ne posmatra kao neku istorijsku nužnost, već samo govori da je vrlo verovatno da u zemlji koja dostigne taj nivo životnog standarda u sprezi s drugim socijalnim faktorima verovatno vode u demokratizaciju i obratno.<sup>19</sup>

### PRIVREDNI RAST PRE I POSLE DEMOKRATIZACIJE

Jian-Guang Shen, koji u svojoj studiji primenjuje „pre i posle“ pristup (analiza je rađena za preko 40 zemalja), dokazuje da je posle transformacije država u „demokratije“ sledio brži rast koji je, pored toga, bio i znatno stabilni-

ji. Rezultati pokazuju da je prosečna desetogodišnja stopa rasta posle demokratske promene viša za 1,5% od prosečne desetogodišnje stope rasta pre godine demokratizacije (dok je kod petogodišnjih proseka razlika 1,3%) i da je preko 60% zemalja imalo ubrzanje rasta posle demokratskog preokreta.

Indikativan je primer J. Koreje koja je postala demokratska 1986. i čija je prosečna petogodišnja stopa rasta posle te godine bila za 5% viša od proseka za prethodnih pet godina. Kod Argentine je ta razlika bila 2,1%, kod Turske 4,8%, kod Urugvaja čak 8%. Sasvim je suprotan primer Grčke koja je postala demokratska 1975. i čija je prosečna petogodišnja stopa rasta posle te godine bila za 3,9% manja od petogodišnjeg proseka do te godine. Negativna razlika je još viša kod Brazila (-5,7%) i Španije (-4%). Istraživanje je pokazalo da su zemlje koje su inicijalno bile bogatije (Španija, Portugal, Grčka) i koje su imale značajan rast pod autoritarnim režimima, imale znatno manje stope rasta prvih godina posle demokratizacije, ali su one istovremeno ostvarile i najveću pozitivnu promenu tzv. demokratskog skora (frekventno korišćen pokazatelj za ostvareni nivo demokratskog razvoja). U periodu pred demokratizaciju većina zemalja je osetila pogoršanje privrednog rasta što je možda pospešilo prelazak na demokratiju.<sup>20</sup>

Robert Barro „cross-country“ regresijom analizira 100 država u perio-

---

<sup>19</sup> S. Hantigton, *Treći talas*, Beograd 2005.

<sup>20</sup> Shen J-G. 2002, *Democracy and Growth: An Alternative Empirical Approach*, BOFIT



du 1960-90, gde je zavisna varijabla stopa rasta GDP-a. Barrovi nalazi ukazuju na slabu, nelinearnu relaciju privrednog rasta i demokratije, koja ima oblik slova „U“; dakle rast dostiže maksimum kada je indikator demokratije (elektoralnih prava) na polovini i onda opada s daljim rastom nivoa demokratije. Ovo upućuje na zaključak da kada nedemokratske zemlje povećaju stepen slobode to podstiče rast i investicije, ali kada se dostigne umeren nivo demokratskog razvoja onda dolazi do smanjenja stopa rasta i investicija. Druga studija, čija regresiona analiza obuhvata 59 demokratizacija 1960-2000, otkriva „J“ obrazac rasta. Dakle, tokom prvih par godina posle promene režima stope rasta su volatilne i čak negativne; međutim, posle perioda tranzicije (oko tri godine) rast dostiže vrhunac i potom se zadržava na višem nivou (2% višem u proseku). Studija ukazuje i na to da demokratizacija ohrabruje investicije u humani kapital i povećava trgovinu, ali utiče i na porast javne potrošnje.<sup>21</sup>

Neki od autora navode da su sa rastućim dohotkom društva sposobnija i spremnija više da plate za takve stvari kao što su čist vazduh, bolji radni uslovi i demokratska vlada. Pokazalo se da konzumeri imaju hijerarhiju potreba gde se startuje sa životnim potrebama i

ide ka takvom luksuzu kao što su političke slobode.<sup>22</sup> Prednosti demokratije ogledaju se u tome da one donose predvidiviji dugoročni rast, proizvode veću stabilnost u ekonomskom životu (npr. garantovanje imovine), lakše upravljanje i prevazilaze šokove, distribucija dohotka je više poželjna i to zahvaljujući tome što je ekonomska politika u skladu sa glasanjem „medijan“ glasača (nema ekstremnih rezultata), institucionalizacija političke participacije dozvoljava određeni uticaj bez potrebe za konfliktom.<sup>23</sup>

Torsten Persson<sup>24</sup> tvrdi da demokratija promoviše ekonomski razvoj ali da to zavisi i do načina reformi. Demokratizacija i ekonomska liberalizacija, izolovano jedna od druge, ubrzavaju rast, ali zemlje koje liberalizuju ekonomije pre unapređenja političkih prava „prolaze bolje“ (u Srbiji je bilo obrnuto!). Različite forme demokratije i izbornih sistema vode različitim fiskalnim i trgovinskim politikama te zemlje sa predsedničkim sistemima rastu brže od onih sa parlamentarnim ili mešovitim, kakva je Srbija. Takođe, i očekivanja od promene režima imaju uticaj na privredni rast. Kada je u pitanju Srbija, očigledno je da su očekivanja snažno pomogla zbacivanju režima, ali da su bila tako velika da ih i najспособnija vlada ne bi mogla sprovesti u delo.

---

<sup>21</sup> Papaioannou E, 2003, *Aristottel was Right! Stable Democracy Fosters Growth*, London Business School

<sup>22</sup> Kapstein E. B, D. Landa, 1998, *Democracy and the Market: The Case of Globalization*

<sup>23</sup> Rodrik D, 1997, *Democracy and Economic Performance*, Harvard University, Chicago.

<sup>24</sup> *Democracy and Development: The Devil in the Details*. No 11993, NBER Working Papers from National Bureau of Economic Research, Inc.

Kvalitetno javno upravljanje (npr. po ugledu na EU) važno je za podsticanje ekonomskog rasta. Npr. studije ukazuju da je Hrvatska 2004. imala nivo vladavine prava kao u Španiji da bi njen BDP bio za čak 15% viši, što se još u drastičnijoj meri, može primeniti za Srbiju koja tu kaska za zapadnim „susjedom“.

Zemlje tzv. periferije i poluperiferije (gde je i Srbija), imaju relativno slabu srednju klasu što nije dobro tle za razvoj demokratije. Naime, relativno bogata srednja klasa omogućava umirivanje konflikata u društvu i spremna je da nagradi

umerene demokratske strukture i kazni ekstremiste. U državama sa velikim udelom siromašnih (Srbija je tu negde na sredini) smanjen je interes za participaciju u demokratskom sistemu, te lakše mogu završiti u autoritarnim režimima.

Adrijan Karatnycky (2005)<sup>25</sup> ukazuje da u Latinskoj Americi visoka nejednakost i bogatstvo resursima čine demokratiju fragilnom, što je bio slučaj i u predevolucionarnoj Rusiji. Bogatstvo mineralnim resursima može da cementira autokratije, kao npr. u Saudi Arabiji, Iraku, Iranu, supsharaskoj Africi.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Economic Origins of Dictatorship and Democracy, Cambridge University Press, 2006.

<sup>26</sup> Baveći se međuzavisnošću *demokratije i makroekonomije* David Leblang (Leblang D, 2005, Is democracy incompatible with international economic stability? The Future of the International Monetary System, Uyan M, 2005, Edward Elgar, Cheltenham UK, Northampton, USA) navodi da je glavna razlika između Bretonvudskog monetarnog sistema i današnjeg veća mobilnost kapitala. Sa rastućom integracijom tržišta kapitala kreatori ekonomske politike više nemaju mnogo fleksibilnosti; ekspanzivna monetarna politika, koja je korišćena za redistribuciju često stavlja veliki pritisak na devizne kurseve. Ovo, ipak, ne znači da je demokratska politika nekompatibilna sa internacionalnom ekonomskom stabilnošću. Relativna transparentnost i predvidivost političkog procesa u demokratijama može obezbediti tržišta sa poverenjem u makroekonomska kretanja. U „Beronvudu“ s praktično fiksni režimi održavani budući da je kontrola kapitala faktički izolovala domaće ekonomije do opasnosti međunarodnih tokova novca a tu se nalazio i MMF da pomogne u krizama (monetarna politika se mogla usmeriti od upravljanja deviznim kursovima ka domaćim prioritetima, kao što je puna zaposlenost, što je opet zahtevalo kontrolu mobilnosti kapitala). Ipak, probuđena država blagostanja i povećana kapitalna mobilnost dovela je u konflikt autonomnu domaću monetarnu politiku sa fiksnim kursovima. Onda se 70-ih prešlo na fleksibilne kurseve Treći talas demokratizacije doveo je nove valute na udar spekulativnih tokova kapitala, te se može reći i da je demokratija kriva za ekonomsku nestabilnost koja je pogodila zemlje u razvoju, odnosno zemlje u tranziciji (1996-2001). Ipak, nalazi ukazuju da je demokratija povećala ekonomsku stabilnost direktno i indirektno, jer su demokratije transparentnije i nose manje nesigurnosti u pogledu budućnosti, odnosno politike vlade (u poređenju s autoritarnim režimima). Zemlje sa višim nivoom demokratije u proseku troše manje spekulativne napade (posebno, ako imaju veće devizne rezerve). U panel data modelu (sa 110 do 130 zemalja) pokazalo se da postoji nekonzistentnost između demokratije i održavanja fisknog deviznog kursa. Pored toga, sa većim elektoratom (izbornim telom) postoji manja mogućnost spekulativnih udara i veća mogućnost fleksibilnosti kursa, ukidanja kapitalne kontrole i većih deviznih rezervi. Posmatrajući Srbiju danas, može se steći utisak da dosta visoke devizne rezerve i stabilni i (upravljeni) fleksibilni kurs odgovaraju punom demokratskom kapacitetu, ali ne, i još uvek, prisutna kontrola kretanja kapitala.

### Faktori demokratizacije

Jedan od trenutno najznačajnijih svetskih ekonomista, Turčin Daron Achemogly (zajedno sa J. Robinsonom) u knjizi „Economic Origins of Dictatorship and Democracy“ (2007) posmatra demokratiju kao civilizovanu političku borbu. Demokratija je preferirana od većine stanovnika ali često ima opoziciju od strane elita. S druge strane, diktatura nije stabilna kada stanovnici prete socijalnom miru (revolucije). Revolucija i represija su preskupe; elitama je lakše da podele vlast nego da sprovede represiju.

Procesi demokratizacije zavise od nekoliko važnih faktora:

- *struktura ekonomije*: industrijalce mnogo više od veleposednika (koji su više oporezovani) košta represija. Jednostavno rečeno što je veća kapitalna intenzivnost privrede (i manja radna intenzivnost) veća je šansa za demokratiju.
- *globalizacija*: veća mobilnost kapitala vodi konsolidovanju demokratije. Naime, u globalno integrisanoj privredi izolovana zemlja lako upada u stagnaciju (a posle Hladnog rata i u verovatne sankcije). Pored toga, globalizacija daje šansu komparativnim prednostima, što znači da bi siromašni radnici u nerazvijenim zemljama mogli lakše da nađu posao. Ipak, treba reći da veća mobilnost kapitala znači da je potencijalno demokratija manje sposobna da ponudi stanovništvu obećano jer npr. može

doći do odliva kapitala (domaći industrijalci ne žele da budu oporezivani pa odlaze na druge destinacije).

- *veća nejednakost* stvara veći potencijal za revoluciju i samim tim za demokratiju, te se u takvim konstelacijama elite mogu odlučiti da pokrenu demokratske promene.
- *civilno društvo* koje nije dobro organizovano može da doprinese dugom odlaganju postizanja demokratije.
- *šokovi i krize* mogu da dovedu do demokratskog prevrata, ali postoji i povećana mogućnost pučeva (npr. u vreme prve naftne krize došlo je do dolaska Pinočea na vlast).
- *političke institucije* mogu osnažiti moć elita u drušvu i tako pospešiti prelazak na demokratiju jer će one proceniti da im ona neće oduzeti previše moći. Npr. elite mogu da dizajniraju institucije (džerimandering u Čileu posle obaranja Aljendea, potencijalni populizam predsedničkih sistema, selektivno pravo glasa u Britaniji u 19. veku itd.)
- *uloga srednje klase* može da bude veoma važna jer je ona potencijalni nosilac revolucije. Međutim, elite mogu da kooptiraju srednju klasu, koja može da služi i kao „bafer“ između elite i stanovništva.
- *etnički pluralna društva* mogu da budu olakšavajuća okolnost za vladavinu manjine.

## DEMOKRATIZACIJA ZEMALJA U TRANZICIJI

Kada su u pitanju bivše socijalističke zemlje kod njih je sa demokratizacijom, odnosno tranzicijom došlo do značajnog pada privredne aktivnosti ali su od sredine 90-ih beležene značajne stope rasta. Srbija, iako pripada ovoj grupi zemalja ima zbog ratnih sukoba i izolacije drugačiji put; ona jeste ostvarivala solidne stope ekonomskog rasta već posle sunovrata privredne aktivnosti 1993, ali to je bilo posledica ekstremno niske baze. Brojna istraživanja pokazuju da liberalizacija ima pozitivan efekat na rast tokom tranzicije i da demokratizacija olakšava liberalizaciju. Zbog svog uticaja na liberalizaciju demokratizacija je imala pozitivan ukupan efekat na rast izuzev prve faze tranzicije kada je taj uticaj negativan.<sup>27</sup>

Analiza koja obuhvata 25 postkomunističkih zemalja Centralne i Istočne Evrope i bivšeg SSSR-a tokom 1992-1997. pokazuje da je demokratija olakšala ekonomsku liberalizaciju i pospešila rast. Pokazalo se da su države koje su imale veću kontrakciju GDP-a u ranoj fazi tranzicije implementirale snažniju demokratiju. U ovim zemljama *političke reforme su išle ispred ekonomskih* što je u suprotnosti sa iskustvima Čilea, J. Koreje, Tajvana, Kine, ali i većine zemalja OECD-a koje su počele moderni ekonomski razvoj sa limitira-

nim demokratskim institucijama i dobile su reprezentativnu demokratiju znatno kasnije.<sup>28</sup>

Dana 5. oktobra 2000. godine Srbija je postala demokratska država. To znači da se poštuju elementarna ljudska prava i slobode. Tu, pored ostalog, spadaju građanska prava: sloboda misli, izražavanja, političkog delovanja i jednakost pred zakonom; kulturna prava: kao sloboda duha i ekonomsko-socijalna prava. Lako je utvrditi da je prosečna stopa ekonomskog rasta Srbije 2000-2008. od 5,4% znatno viša nego što je bila prethodnih šest godina (ili nego što je bila prosečna stopa rasta devedesetih), ali imajući u vidu ratove i sankcije to, svakako, nije iznenađenje.

Srbija do 2000. praktično nije imala demokratski sistem vlasti, izuzimajući tzv. zlatno doba srpske demokratije (1903-1914) čiji je demokratski domet upitan, tako da nisu mogla biti izvršena relevantna istraživanja koja bi se bavila uticajem demokratije na ekonomski rast. Realno je pretpostaviti, u skladu sa brojnim nalazima koji se odnose na druge zemlje, da bi jačanje demokratskih institucija trebalo da donese predvidiviji dugoročni rast, stvori veću stabilnost u ekonomskom životu (npr. garantovanje imovine), kreira preduslove za lakše upravljanje i prevazilaženje šokova i omogućiti pravedniju distribuciju dohotka. Pored toga, realistično je očekivati da će jačanje srpske demokratije ohrabriti investicije u humani kapital i uticati na

---

<sup>27</sup> Fidrmuc J, 2001, Economic Reform, Democracy and Growth during Post-Comunist Transition, ZEI Bonn, CPB Hag, CEPR London.

<sup>28</sup> Dethier J. J, Gahnem H, Zoli E. 1999. Does Democracy facilitate the economic transition? World Bank.

povećanje obima trgovine, ali i otežati smanjenje javne potrošnje, što će dugo biti jedan od prioriteta srpske vlade.

Uzimajući u obzir navedene studije treba očekivati da će demokratski iskorak koji je Srbija napravila oktobra 2000. tek dati svoj puni doprinos u vidu poboljšanja životnog standarda i pospešivanja ekonomskog rasta (i potvrditi tezu Hajeka ali i Aristotela da zasluge demokratije dolaze u dugom roku), posebno imajući u vidu da istraživanja ukazuju da tek posle najmanje tri godine od početka tranzicije, odnosno demokratizacije, privredni rast dostiže vrhunac i zadržava se na znatno višem nivou.

Primeri Čilea i „istočnoazijskih tigrova“ koje su decenijama imale uspešne privrede pod autoritarnim režimima bi mogli da navedu na pogrešan zaključak da razvoj i radikalne reforme zahtevaju čvrstu ruku (uz to, čvrsta ruka Taksina u Tajlandu dovela vojnu huntu na vlast prethodne godine). To su samo izuzeci koji potvrđuju tezu o blagotvornom uticaju demokratije na ekonomski rast, koji Srbija već oseća, iako dobar deo građana ne percipira značajno poboljšanje životnog standarda od petooktobarskog demokratskog prevrata (naime, radi se o neizbežnom sindromu društvene anomalije kada očekivanja stanovništva zemlje prevazilaze mogući tempo društvenog, i samim tim privrednog, razvoja). Međutim, ostaje tek da se vidi u kojoj meri je moguć i inverzan uticaj tj. da globalna ekonomska kriza i recesija uspore ili prekinu tek začetu demokratizaciju društva u Srbiji.

## LITERATURA

1. Achemogly D, J. Robinsonom, *Economic Origins of Dictatorship and Democracy*, Cambridge University Press, 2007.
2. AJ, SIV 130, 558, SSUP, pov.br. 021-29, 5 februar 1969.
3. AJ, Interna brošura gen.potpukovnika Marka Kalodere: *Istorijat Vojnog pravosuđa u JNA*, neobjavljeno. Vrhovni sud Jugoslavije, 212, F111, *Uputstvo o izvršenju smrtne kazne*, 1-7.
4. Curtois S, Verth N, Pane A, Packovski A, Bartošek K, Margolin K, *Crna knjiga komunizma*, 232.
5. Dedijer V, *Novi prilozi za biografiju druga Tita*, 474;
6. Democracy and Development: „The Devil in the Details“. No 11993, NBER Working Papers from National Bureau of Economic Research, Inc.
7. Dethier J. J, Gahnem H, Zoli E. 1999. „Does Democracy facilitate the economic transition?“ World Bank.
8. Dragović J, *Spasioci nacije*, Beograd 2002, 177-180.
9. *Economic Originis of Dictatorship and Democracy*, Cambridge University Press, 2006.
10. Fidrmuc J, 2001, *Economic reform, Democracy and Growth during Post-Comunist Transition*, ZEI Bonn, CPB Hag, CEPR London
11. Kapstein E. B, D. Landa, 1998, *Democracy and the Market: The Case of Globalization*

12. Leblang D, 2005, *Is democracy incompatible with international economic stability? The Future of the International Monetary System*, Uyan M, 2005, Edward Elgar, Cheltenham UK, Northampton, USA
13. Hantigton S, *Treći talas*, Beograd 2005.
14. Marković P, *Beograd između istoka i zapada*, Beograd 1997, 193-194.; L. Kolakovski, *Glavni tokovi marksizma III*, Beograd 1985, 538.
15. Marković D, *Istina o Golom otoku*, Beograd 1987;
16. Mihailović D., *Goli otok*, Beograd 1990;
17. Papaioannou E, 2003, *Aristottel was Right! Stable Democracy Fosters Growth*, London Business School
18. Pavlović M, *Srpsko selo 1945–1952*, Beograd 1995; J. Popov, *Drama na vojvođanskom selu*, Novi Sad 2003.
19. Petranović B, Končar, R, Radonjić R, *Sednice CK KPJ 1945–1952*, 508–540, *Rankovićev referat*.
20. Radonjić R, *Izgubljena orijentacija*, Beograd 1985;
21. Rodrik D, 1997, *Democracy and Economic Performance*, Harvard University, Chicago
22. Shen J-G. 2002, *Democracy and Growth: An Alternative Empirical Approach*, BOFIT
23. *Statistički godišnjak: „Jugoslavija 1918 –1988“*, Beograd 1988, 431-435.

Rad primljen: 18. 7. 2013.

UDK: 330.59(497.11)„2003/2011“; 330.567.22(497.11)„2003/2011“

ID BROJ: 203292172

Stručni rad

# KARAKTERISTIKE ŽIVOTNOG STANDARDA DOMAĆINSTAVA U REPUBLICI SRBIJI

## *CHARACTERISTICS OF HOUSEHOLDS LIVING CONDITIONS IN THE REPUBLIC OF SERBIA*

Vesna ZLATANOVIĆ

Republički zavod za statistiku, Beograd

### Rezime

Životne uslove stanovništva određuju obim i struktura lične potrošnje, kao osnovne komponente razvoja životnog standarda. Cilj ovog rada je da se analizira životni standard i lična potrošnja stanovništva u Republici Srbiji u periodu 2003-2011. godine, kao i da se izvrše poređenja sa nekim ranijim periodima. Analiza životnog standarda vršena je kroz sagledavanje: raspoloživih sredstava kojima su domaćinstva raspolagala, prosečnih zarada po zaposlenom, lične potrošnje domaćinstava, pokrivenosti potrošačke korpe prihodima domaćinstava, snabdevenosti domaćinstava trajnim potrošnim dobrima, uslova stanovanja, i poređenja sa zemljama iz okruženja. Obrada je urađena za sva domaćinstva, domaćinstva gradskog i domaćinstva ostalog područja (seoska i mešovita domaćinstva). U ovom radu su, takođe data osnovna obeležja ishrane. Kvalitet ishrane (energetska vrednost i biohemijski sastav ishrane) analiziran je na osnovu dnevne energetske vrednosti ishrane, potrošnje proteina i masti, prema strukturi biljnog i životinjskog porekla. Obračun je vršen na osnovu tablica nutritivnih vrednosti.

**Ključne reči:** ŽIVOTNI STANDARD, DOMAĆINSTVA, LIČNA POTROŠNJA, ISHRANA, REPUBLIKA SRBIJA



## Summary

*Living conditions of the population are determined by the volume and structure of personal consumption, as the main component for the development of living conditions. This paper aims to analyse the living conditions of the population in the Republic of Serbia over 2003-2011, as well as to make comparisons with selected previous periods. To analyse the living conditions one has observed: available budget of households, average salaries and wages per employee, individual consumption of households, consumer basket coverage by household income, supply with available durables, housing conditions, and comparisons with neighbouring countries. Data have been processed for all households, households in urban and households in other localities (rural and mixed households). This paper presents the basic characteristics of diet. The quality of food (energy value and biochemical composition of the diet) was analyzed based on daily energy value of diet, consumption of protein and fats, according to the structure (plant and animal origin). The calculation was based on nutritional value tables.*

**Key Words:** LIVING CONDITIONS, HOUSEHOLDS, INDIVIDUAL CONSUMPTION, NUTRITION, REPUBLIC OF SERBIA

## UVOD

Pod životnim standardom podrazumevaju se materijalni, radni i društveni uslovi života i rada radnih ljudi. **Životni standard** se deli na **lični standard** (suma roba i usluga koje se nabavljaju od sopstvenih prihoda) i **društveni standard** (elementi koji predstavljaju određeno dostignuće društvene zajednice gde pojedinac živi a ne moraju se podmiriti iz sopstvenih prihoda-zdravstvena i socijalna zaštita, radni uslovi, zaštita na radu, infrastruktura, efikasnost državnih organa itd.). Ujedinjene nacije su formulisale elemente koji karakterišu životni standard stanovništva. To su: a) Zdravlje i demografski uslovi b) Ishrana naroda v) Vaspitanje g) Uslovi rada d)

Uslovi zaposlenja đ) Potrošnja i štednja e) Uslovi transporta ž) Uslovi stanovanja i oprema domaćinstva z) Uslovi odevanja i) Odmor i zabava j) Socijalno osiguranje k) Sloboda čoveka. Životni standard, u materijalnom smislu, ostvaruje se u potrošnji materijalnih dobara i usluga. A to je potrošnja hrane, odeće, obuće, raznih trajnih potrošnih dobara, stanova i slično. Kada se radi o ličnoj potrošnji, misli se na deo lične potrošnje koji se ostvaruje posredstvom novca ili direktno kroz naturalnu potrošnju. Lična potrošnja obuhvata podmirenje potreba za: ishranu; piće i duvan; odeću i obuću; stanovanje, vodu, struju, gas i druga goriva; nameštaj, opremanje domaćinstva i održavanje; zdravstvo; transport; komunikacije; rekreaciju i kultu-

ru; obrazovanje; restorane i hotele i ostale robe i usluge. U ukupnoj vrednosti lične potrošnje u Republici Srbiji, vrednost naturalne potrošnje učestvuje sa oko 8,0% .

## 1. RASPOLOŽIVA SREDSTVA DOMAĆINSTAVA

**Raspoloživa sredstva** domaćinstava obuhvataju prihode u novcu i novčanu vrednost naturalne potrošnje i prihoda u naturi, kojima su domaćinstva raspolagala u anketnom periodu. Prihodi domaćinstava u novcu su: Prihodi iz redovnog radnog odnosa; Prihodi van redovnog radnog odnosa; Penzije; Ostala primanja od socijalnog osiguranja; Prihodi od poljoprivrede, lova i ribolova; Prianja iz inostranstva; Prihodi od imovine; Pokloni i dobici; Potrošački i investicioni krediti i Ostala primanja. Prihodi domaćinstava u naturi na ime zarada obuhvataju hranu, odeću, obuću, plaćene račune domaćinstvu za struju, telefon, registraciju, benzin i dr. od strane poslodavca i sl. Naturalna potrošnja obuhvata vrednost proizvoda iz sopstvene proizvodnje do-

maćinstava utrošenih za ličnu potrošnju (hrana, piće, drvo za ogrev i sl.).

Analizirajući podatke o raspoloživim sredstvima po članu domaćinstva u 2011. godini (*tabela 1*) zapaža se sledeće: najvišim raspoloživim sredstvima po članu domaćinstva raspolagala su domaćinstva u beogradskom regionu (23.563 dinara mesečno) a najnižim domaćinstva u regionu južne i istočne Srbije (15.124 dinara mesečno). To znači da su domaćinstva u beogradskom regionu raspolagala sa prosečnim mesečnim prihodom po članu domaćinstva koji je u odnosu na domaćinstva u regionu južne i istočne Srbije bio veći za 56,0%. Mesečni prosek ukupnih prihoda po članu domaćinstva u Republici Srbiji u 2011. godini iznosio je 17.869 dinara, što znači da je svaki član domaćinstva raspolagao dnevno sa po 596 dinara.

Kada je u pitanju odnos u prihodima između domaćinstava u gradskom i ostalom području Republike Srbije u 2011. godini treba reći da su domaćinstva gradskog područja imala prihod veći za 26,0% od prihoda domaćinstava ostalog područja. I kod domaćinstava gradskog i ostalog područja najvišim

**Tabela 1. Raspoloživa sredstva po članu domaćinstva u Republici Srbiji, 2011.**  
(mesečni prosek, RSD)

|                                  | Sva domaćinstva | Gradsko područje | Ostalo područje |
|----------------------------------|-----------------|------------------|-----------------|
| Republika Srbija-ukupno          | 17869           | 19003            | 15074           |
| Beogradski region                | 23563           | 22655            | 19406           |
| Region Vojvodine                 | 18491           | 19344            | 15765           |
| Region Šumadije i Zapadne Srbije | 15459           | 16634            | 14792           |
| Region Južne i Istočne Srbije    | 15124           | 15669            | 13380           |
| Region Kosovo i Metohija         | ...             | ...              | ...             |

*Izvor:* Republički zavod za statistiku, Bilten "Anketa o potrošnji domaćinstava" broj 555, 2012.

## FINANSIJE

raspoloživim sredstvima po članu domaćinstva raspolagala su domaćinstva u beogradskom regionu a najnižim domaćinstva u regionu južne i istočne Srbije. Na području Republike Srbije u 2011. godini mesečni prihodi po članu domaćinstva iz gradskog područja iznosili su 19.003 dinara, odnosno 633 dinara dnevno. Mesečni prihodi po članu domaćinstva iz ostalog područja bili su 15.074 dinara, odnosno 502 dinara dnevno.

ostalog područja sa 34,5% (tabela 2). S druge strane, primanja od poljoprivrede, lova i ribolova kod domaćinstava iz ostalog područja učestvuju sa 7,1% a kod domaćinstava iz gradskog područja sa samo 1,0%. Takođe, prihodi domaćinstva u naturi kod domaćinstava iz ostalog područja učestvuju sa oko 14,0% a kod domaćinstava urbanog područja sa oko 1,0%.

Raspoloživa sredstva kojima su domaćinstva raspolagala u 2012. veća su

**Tabela 2. Struktura raspoloživih sredstava domaćinstava u Republici Srbiji (u %)**

|                                           | Sva domaćinstva |       |       | Gradsko područje |       |       | Ostalo područje |       |       |
|-------------------------------------------|-----------------|-------|-------|------------------|-------|-------|-----------------|-------|-------|
|                                           | 2007            | 2009  | 2011  | 2007             | 2009  | 2011  | 2007            | 2009  | 2011  |
| Raspoloživa sredstva – ukupno             | 100,0           | 100,0 | 100,0 | 100,0            | 100,0 | 100,0 | 100,0           | 100,0 | 100,0 |
| Prihodi iz redovnog radnog odnosa         | 46,1            | 45,7  | 43,2  | 53,0             | 51,7  | 49,2  | 33,8            | 36,2  | 33,6  |
| Prihodi van redovnog radnog odnosa        | 3,0             | 3,2   | 2,7   | 2,7              | 2,8   | 2,4   | 3,3             | 3,7   | 3,3   |
| Penzije                                   | 27,2            | 31,0  | 32,6  | 29,5             | 33,8  | 36,2  | 23,1            | 26,6  | 26,8  |
| Ostala primanja od socijalnog osiguranja  | 2,0             | 1,8   | 1,6   | 1,8              | 1,8   | 1,4   | 2,2             | 1,8   | 1,9   |
| Prihodi od poljoprivrede, lova i ribolova | 3,0             | 3,3   | 3,7   | 0,9              | 1,1   | 1,2   | 6,8             | 6,8   | 7,8   |
| Primanja iz inostranstva                  | 1,4             | 1,5   | 1,4   | 0,9              | 1,1   | 1,2   | 2,3             | 2,0   | 1,6   |
| Prihodi od imovine                        | 2,4             | 0,5   | 1,3   | 1,9              | 0,6   | 1,4   | 3,3             | 0,3   | 1,2   |
| Pokloni i dobici                          | 0,8             | 1,3   | 1,1   | 0,9              | 1,3   | 1,3   | 0,8             | 1,2   | 0,7   |
| Potrošački i investicioni krediti         | 3,2             | 1,3   | 2,1   | 3,6              | 1,4   | 2,1   | 2,6             | 1,2   | 2,3   |
| Ostala primanja                           | 4,8             | 5,0   | 4,4   | 3,6              | 3,4   | 2,8   | 7,0             | 7,5   | 6,8   |
| Prihodi domaćinstva u naturi              | 6,1             | 5,4   | 5,9   | 1,2              | 1,0   | 0,8   | 14,8            | 12,7  | 14,0  |

Izvor: Republički zavod za statistiku, Bilten „Anketa o potrošnji domaćinstava“ za odgovarajuće godine.

Struktura izvora prihoda domaćinstava pokazuje razlike u načinu privređivanja zavisno od toga da li je domaćinstvo u gradskom ili ostalom području. Tako, na primer u strukturi ukupnih prihoda Republike Srbije u periodu 2007-2011. godine prihodi iz redovnog radnog odnosa učestvuju kod domaćinstava iz gradskog područja sa 51,3% a kod domaćinstava iz

za 0,7% u odnosu na sredstva kojima su raspolagala u 2011. godini. U I kvartalu 2013. veća su za 6,0% od proseka u 2012. i veća su za 9,5% od sredstava kojima su raspolagala u prethodnom kvartalu (IV kvartal 2012. godine). Prognoze su rađene primenom ARIMA metoda, kompjuterskim paketom X11-ARIMA-2000, kanadske statistike za HOST sistem (tabela 3, grafikon 1).

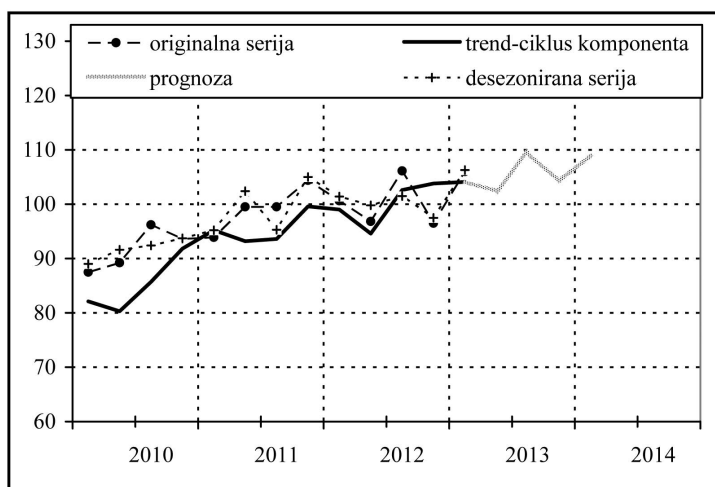
## FINANSIJE

**Tabela 3. Indeksi raspoloživih sredstava domaćinstava u Republici Srbiji,  
Ø 2012=100  
(sa prognozom za naredni period)**

|      | I            | II           | III          | IV           |
|------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 2011 | 93,9         | 99,5         | 99,5         | 104,4        |
| 2012 | 100,6        | 96,8         | 106,1        | 96,5         |
| 2013 | 106,0        | <b>102,4</b> | <b>109,5</b> | <b>104,1</b> |
| 2014 | <b>109,1</b> |              |              |              |

*Izvor:* Republički zavod za statistiku, Trendovi - mart 2013.

**Grafikon 1. Raspoloživa sredstva domaćinstava - ukupno (sva domaćinstva)  
u Republici Srbiji, 2010-2013. (sa prognozom za naredni period)**



*Izvor:* Republički zavod za statistiku, Trendovi - mart 2013.

## 2. LIČNA POTROŠNJA DOMAĆINSTAVA

Izdaci za **ličnu potrošnju** domaćinstava dati su po sledećim grupama COI-COP klasifikacije (Klasifikacija proizvoda i usluga lične potrošnje po nameni):

hrana i bezalkoholna pića;  
alkoholna pića i duvan;  
odeća i obuća;  
stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva;  
nameštaj, opremanje domaćinstva i održavanje;

## FINANSIJE

zdravstvo;  
transport;  
komunikacije;  
rekreacija i kultura;  
obrazovanje;  
restorani i hoteli;  
ostala dobra i usluge.

Kada je u pitanju struktura potrošnje treba reći da najveći deo izdataka domaćinstava čine izdaci za hranu i bezalkoholna pića (*tabela 4*). Učešće ishrane (bez prirodne potrošnje) u 2011. godini iznosilo je 36,2%. U okviru grupe „Hrana i bezalkoholna pića“ (*grafikon 2*) prosečno domaćinstvo u Republici Srbiji u 2011. godini najviše je izdvajalo za meso (3.961 dinar mesečno odnosno 132 dinara dnevno); zatim za hleb i žitarice (3.325 dinara mesečno, odnosno 111 dinara dnevno); mleko, mlečne proizvode i jaja (2.835 dinara mesečno ili 95 dinara dnevno); povrće (1.746 di-

nara mesečno ili 58 dinara dnevno) itd. U okviru grupe „Alkoholna pića i duvan“ u Republici Srbiji najveće učešće u potrošnji otpada na cigarete i duvan (mesečno po članu domaćinstva 502 dinara).

Na drugom mestu po visini učešća u rashodima su izdaci za stanovanje, vodu, struju, gas i druga goriva i iznose 14,6%. U okviru ove grupe prosečno domaćinstvo u Republici Srbiji najviše izdvaja za električnu energiju (2.953 dinara mesečno) odnosno 6,2% ukupnog budžeta prosečnog domaćinstva. U strukturi lične potrošnje učešće stavke transport je 8,7%; odeće i obuće (4,7%); alkoholnih pića i duvana (4,2%); nameštaja, opremanja domaćinstva i održavanja i rekreacije i kulture (4,3%).

Za zdravstvene usluge daje se 3,9% ukupnog budžeta. U okviru ove grupe

**Tabela 4. Struktura lične potrošnje domaćinstava u Republici Srbiji po područjima (u %)**

|                                              | Sva domaćinstva |       |       | Gradsko područje |       |       | Ostalo područje |       |       |
|----------------------------------------------|-----------------|-------|-------|------------------|-------|-------|-----------------|-------|-------|
|                                              | 2007            | 2009  | 2011  | 2007             | 2009  | 2011  | 2007            | 2009  | 2011  |
| Lična potrošnja - ukupno                     | 100,0           | 100,0 | 100,0 | 100,0            | 100,0 | 100,0 | 100,0           | 100,0 | 100,0 |
| Hrana i bezalkoholna pića                    | 32,8            | 34,8  | 36,2  | 35,8             | 37,7  | 39,3  | 27,8            | 30,0  | 31,3  |
| Alkoholna pića i duvan                       | 4,5             | 4,2   | 4,2   | 4,2              | 3,9   | 3,8   | 5,0             | 4,7   | 4,8   |
| Odeća i obuća                                | 5,8             | 5,1   | 4,7   | 6,2              | 5,2   | 4,8   | 5,1             | 5,0   | 4,6   |
| Stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva | 13,8            | 15,2  | 14,6  | 14,9             | 16,2  | 15,9  | 12,0            | 13,6  | 12,7  |
| Nameštaj, opremanje domaćinstva i održavanje | 4,8             | 4,4   | 4,3   | 4,8              | 4,3   | 4,1   | 5,0             | 4,4   | 4,5   |
| Zdravstvo                                    | 4,2             | 3,7   | 3,9   | 4,3              | 3,9   | 4,1   | 4,0             | 3,5   | 3,6   |
| Transport                                    | 10,3            | 9,0   | 8,7   | 10,0             | 8,5   | 8,4   | 10,7            | 9,8   | 9,1   |
| Komunikacije                                 | 3,2             | 3,7   | 3,9   | 3,5              | 3,9   | 4,3   | 2,8             | 3,3   | 3,3   |
| Rekreacija i kultura                         | 4,8             | 4,9   | 4,3   | 5,6              | 6,0   | 5,2   | 3,4             | 3,3   | 2,8   |
| Obrazovanje                                  | 1,1             | 1,0   | 0,8   | 1,3              | 1,2   | 0,9   | 0,7             | 0,7   | 0,6   |
| Restorani i hoteli                           | 1,8             | 2,0   | 1,9   | 1,9              | 2,1   | 2,1   | 1,5             | 1,8   | 1,6   |
| Ostala roba i usluge                         | 4,1             | 4,4   | 4,6   | 4,4              | 4,7   | 4,9   | 3,8             | 3,9   | 4,2   |
| Naturalna potrošnja                          | 8,8             | 7,6   | 7,9   | 3,1              | 2,4   | 2,2   | 18,2            | 16,0  | 16,9  |

*Izvor:* Republički zavod za statistiku, Bilten „Anketa o potrošnji domaćinstava“ za odgovarajuće godine.

najviše se troši na farmaceutske proizvode (lekove, vitamine, vakcine i sl.) u iznosu od 458 dinara mesečno po članu domaćinstva. Na stomatološke usluge troši se 48 dinara mesečno po članu domaćinstva, a na usluge laboratorija (medicinske analize i snimanja) 36 dinara mesečno po članu domaćinstva.

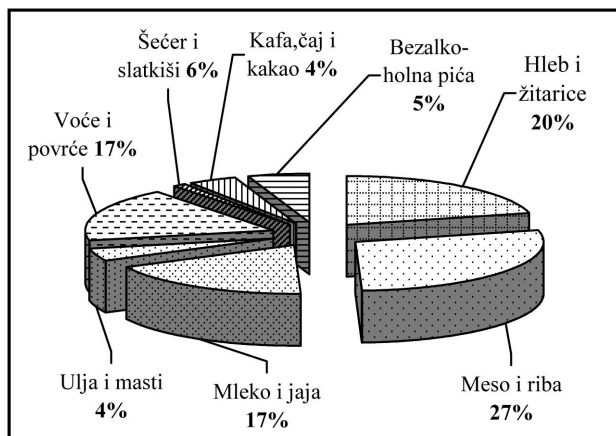
Izdaci za transport iznose 4.128 dinara mesečno u prosečnom domaćinstvu Republike Srbije. U okviru stavke transport najviše se izdvaja za gorivo i mazivo (1715 dinara mesečno odnosno 57 dinara dnevno); za međumesni prevoz putnika autobusom 281 dinar; za održavanje i popravku vozila 238 dina-

ra mesečno; pretplatnu mesečnu kartu za gradski saobraćaj (markicu) 257 dinara itd.

Troškovi za rekreaciju i kulturu su 2.024 dinara mesečno. Kada je u pitanju stavka komunikacije treba reći da domaćinstva u Republici Srbiji mesečno izdvajaju u tu svrhu 1.868 dinara. Za obrazovanje u Republici Srbiji mesečno se izdvaja u proseku 386 dinara.

Ako posmatramo strukturu izdataka u zavisnosti od toga da li su to izdaci domaćinstava iz gradskog ili ostalog područja u posmatranom periodu 2007-2011. godine zapaža se sledeće: izdaci za ishranu domaćinstava iz urba-

**Grafikon 2. Struktura izdataka za ishranu domaćinstava u Republici Srbiji u 2011. godini**



Izvor: Republički zavod za statistiku, Bilten "Anketa o potrošnji domaćinstava" broj 555, 2012.

**Tabela 5. Indeksi lične potrošnje domaćinstava u Republici Srbiji, Ø 2012=100 (sa prognozom za naredni period)**

|      | I            | II           | III          | IV           |
|------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 2011 | 95,2         | 93,2         | 93,5         | 99,6         |
| 2012 | 99,0         | 94,6         | 102,6        | 103,8        |
| 2013 | 104,1        | <b>100,3</b> | <b>106,4</b> | <b>110,7</b> |
| 2014 | <b>110,4</b> |              |              |              |

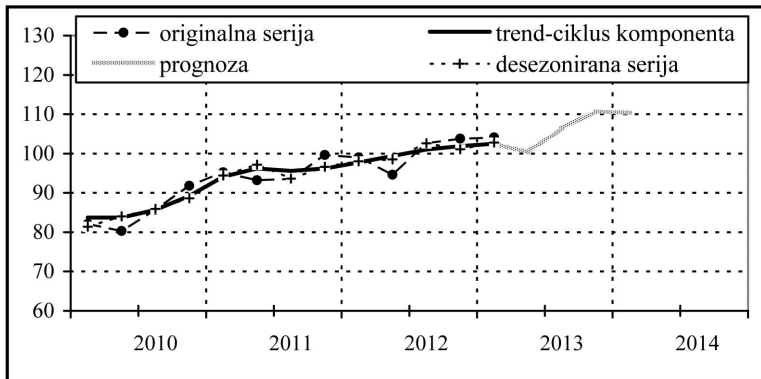
## FINANSIJE

nog područja iznose 37,6% a domaćinstava iz ostalog područja 29,7% njihovih ukupnih sredstava (tabela 4).

Takođe, izdaci za rekreaciju i kulturu pokazuju da domaćinstva iz gradskog područja za ove namene daju 5,6% svojih ukupnih sredstava, a domaćinstva iz ostalog područja 3,1%. Naturalna potrošnja kod domaćinstava iz ostalog područja učestvuje sa 17,0% budžeta, a kod domaćinstava gradskog područja sa 2,6%.

Ako se posmatraju sredstva koja su domaćinstva izdvajala za ličnu potrošnju zapaža se da su u 2012. godini veća za 4,6% u odnosu na 2011. godinu. U I kvartalu 2013. godine veća su za 4,1% od proseka u 2012. godini i veća su za 0,3% od sredstava iz prethodnog kvartala (IV kvartal 2012. godine). Prognoze su rađene primenom ARIMA metoda, kompjuterskim paketom X11-ARIMA-2000, kanadske statistike za HOST sistem (tabela 5, grafikon 3).

Grafikon 3. Lična potrošnja domaćinstava - ukupno (sva domaćinstva) u Republici Srbiji



Izvor: Republički zavod za statistiku, Trendovi - mart 2013.

Tabela 6. Pokrivenost potrošačke korpe u Republici Srbiji

|                                                             | 2003 | 2007 | 2011 |
|-------------------------------------------------------------|------|------|------|
| Odnos raspoloživih sredstava domaćinstva i potrošačke korpe |      |      |      |
| Prosečna                                                    | 1,36 | 1,39 | 0,93 |
| Minimalna                                                   | 2,19 | 2,22 | 1,89 |
| Odnos prihoda iz radnog odnosa i potrošačke korpe           |      |      |      |
| Prosečna                                                    | 0,63 | 0,68 | 0,40 |
| Minimalna                                                   | 1,02 | 1,08 | 0,82 |
| Izdaci za ishranu u ukupno upotrebljenim sredstvima         |      |      |      |
|                                                             | 42,5 | 32,8 | 36,2 |
| Odnos izdataka za ishranu i potrošačke korpe                |      |      |      |
| Prosečna                                                    | 0,53 | 0,50 | 0,31 |
| Minimalna                                                   | 0,85 | 0,81 | 0,63 |

Izvor: Ministarstvo spoljne i unutrašnje trgovine i telekomunikacija, "Potroskačka korpa" i Republički zavod za statistiku, bilten „Anketa o potrošnji domaćinstava“ za odgovarajuće godine.



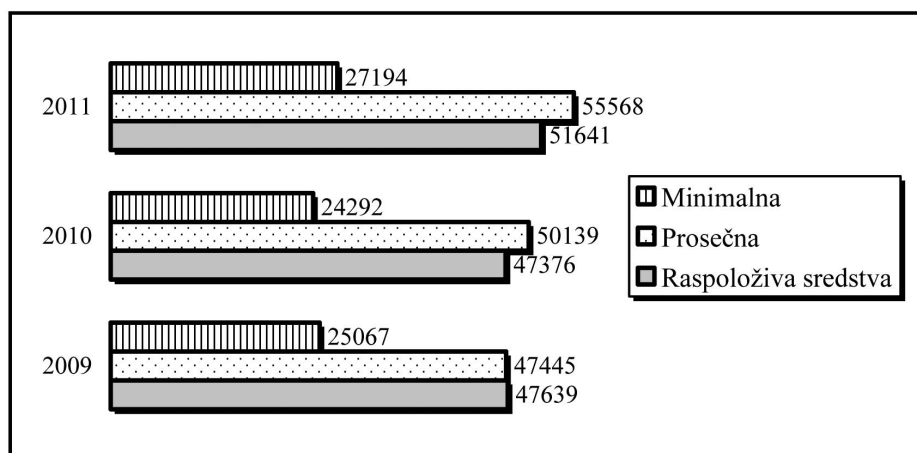
### 3. POKRIVENOST POTROŠAČKE KORPE

Ostvareni prihodi iz radnog odnosa u 2003. godini na osnovu ankete o potrošnji domaćinstava pokrivaju u potpunosti minimalnu potrošačku korpu (102%) što nije slučaj sa prosečnom potrošačkom korpom jer je domaćinstvo sa celom svojom zaradom moglo da kupi samo oko 63,0% prosečne potrošačke korpe (tabela 6). Što se tiče ukupnih raspoloživih sredstava kojima je domaćinstvo raspolagalo minimalnu potrošačku korpu moglo je da pokrije dva puta a prosečnu 1,4 puta. U 2003. godini prosečno domaćinstvo u Republici Srbiji iz ukupnih upotrebljenih sredstava izdvajalo je oko 43,0% za kupovinu prehrambenih proizvoda i time pokrivalo 85,6% minimalnih potreba za hranom, odnosno 53,1% prosečnih potreba. Ostvareni prihodi iz radnog od-

nosa u 2011. godini pokrivaju minimalnu potrošačku korpu sa 82,0% a prosečnu sa 40,0%. Što se tiče ukupnih raspoloživih sredstava kojima je domaćinstvo raspolagalo minimalnu potrošačku korpu moglo je da pokrije 1,89 puta, a prosečnu 0,93 puta (grafikon 4). U 2011. godini prosečno domaćinstvo u Republici Srbiji iz ukupnih upotrebljenih sredstava izdvajalo je oko 36,0% za kupovinu prehrambenih proizvoda i time pokrivalo 63,0% minimalnih potreba za hranom, odnosno 31,0% prosečnih potreba.

Iz tabele 7 uočava se da se kupovna moć prosečnog stanovnika Republike Srbije u odnosu na početnu posmatranu godinu (2003) povećavala do 2007. godine, a zatim se do 2013. godine smanjivala. Ovo se manifestuje kroz mogućnost kupovine većih količina osnovnih namirnica za prosečanu zaradu. Ta-

Grafikon 4. Odnos Raspoloživih sredstava domaćinstva i Prosečne i Minimalne potrošačke korpe u Republici Srbiji, 2009-2011.



Izvor: Ministarstvo spoljne i unutrašnje trgovine i telekomunikacija, RZS.

## FINANSIJE

ko se u 2007. godini moglo kupiti više: 151 l ulja, 264 kg krompira, 418 kg pšeničnog brašna, 40 kg svinjskog mesa, 217 litara kravljeg mleka, 1.142 komada jaja, 194 kg limuna, 1.229 kg slatkog kupusa, 113 kg šećera, pet kg mlevene kafe, 12 kg mlečne čokolade i 116 l kisele vode u odnosu na kupovnu moć u 2003. godini.

U periodu 2007-2013. godine usled smanjenja kupovne moći potrošači su mogli da kupe manje količine posmatranih namirnica za prosečnu platu. Tako na primer, u 2013. godini se moglo kupiti manje: 120 kg pšeničnog brašna, 126 l mleka, 76 l jestivog ulja, 74 kg limuna, 123 kg slatkog kupusa itd. u odnosu na kupovnu moć u 2007. godini.

Životni standard najviše zavisi od visine zarada stanovništva. U *grafikonu 5* prikazane su prosečne zarade prema stepenu stručne spreme u Republici Srbiji-ukupno; gradu Beogradu i Vojvodini u 2012. godini (poslednji raspoloživi podaci u trenutku pisanja rada).

Iz prezentovanih podataka vidi se sledeće: Prosečna zarada isplaćena u septembru 2012. godine u Republici Srbiji iznosila je 60.080 dinara. Takođe se zapaža, da su prosečne zarade najviše u Beogradu (u septembru 2012. veće su od prosečnih zarada u Vojvodini oko 24% na ukupnom nivou). Jedino su kod nekvalifikovane radne snage, prosečne zarade bile nešto više u Vojvodini nego u Beogradu (oko 0,1%).

**Tabela 7. Količine nekih poljoprivredno prehrambenih proizvoda koje su se mogle kupiti za prosečnu neto zaradu u Republici Srbiji**

|                             | Januar<br>2003 | Januar<br>2007 | Januar<br>2011 <sup>1</sup> | Januar<br>2013 <sup>2</sup> |
|-----------------------------|----------------|----------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Pšenično brašno T - 500, kg | 405            | 823            | 668                         | 703                         |
| Svinjsko meso, kg           | 47             | 87             | 86                          | 89                          |
| Kravlje mleko, l            | 396            | 613            | 518                         | 487                         |
| Kokošija jaja, kom          | 1757           | 2899           | 3557                        | 2960                        |
| Jestivo ulje, l             | 157            | 308            | 233                         | 232                         |
| Limun, kg                   | 156            | 350            | 357                         | 276                         |
| Krompir, kg                 | 608            | 872            | 650                         | 634                         |
| Sladak kupus, kg            | 412            | 1641           | 1231                        | 1518                        |
| Šećer, kg                   | 235            | 348            | 405                         | 416                         |
| Kafa (mlevena), kg          | 41             | 46             | 43                          | 36                          |
| Mlečna čokolada, kg         | 22             | 34             | 38                          | 38                          |
| Kisela voda, l              | 533            | 649            | 849                         | 860                         |

Izvor : Ministarstvo spoljne i unutrašnje trgovine i telekomunikacija - "Potrošačka korpa".

<sup>1</sup> Od januara 2011. godine koriste se prosečne maloprodajne cene računane za potrebe obračuna Indeksa potrošačkih cena (geometrijska sredina).

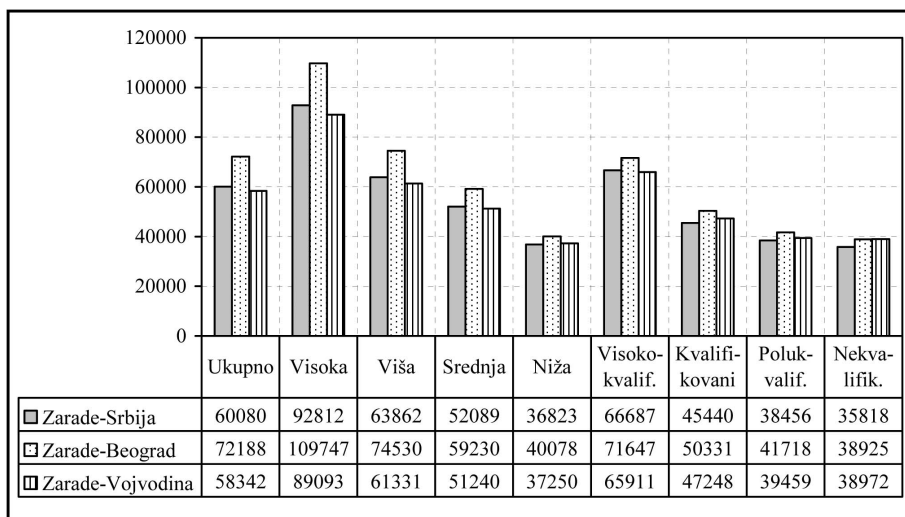
<sup>2</sup> Iako je cilj rada analiza životnog standarda od 2003-2011. godine, radi bolje ažurnosti u ovoj tabeli prezentirani su najnoviji raspoloživi podaci (januar 2013.).

Posmatrano prema stepenu stručne spreme, najviše zarade ima stanovništvo sa visokom stručnom spremom (njihova prosečna zarada u septembru 2012. godine u Republici Srbiji iznosila je 92812 dinara i bila veća od zarade stanovništva sa nižom stručnom spremom 2,5 puta. Visokokvalifikovana radna snaga imala je zarade koje su 1,9 puta veće od zarada nekvalifikovanih (u Republici Srbiji - ukupno).

na potrošna dobra. *Anketom o potrošnji domaćinstva* su obuhvaćena trajna dobra u vlasništvu domaćinstva, kao i dobra koja su data domaćinstvu na korišćenje-upotrebu kao sastavni deo stana/kuće (ugrađen bojler, frižider i sl.).

Od ukupnog broja anketiranih domaćinstava u 2011. godini u Republici Srbiji električni šporet je posedovalo 83,6% što znači da je na 1000 domaćin-

**Grafikon 5. Prosečne zarade prema stepenu stručne spreme u Republici Srbiji, septembar 2012. godine**



Izvor: Republički zavod za statistiku, Saopštenje „Zaposleni kod pravnih lica u Republici Srbiji prema visini zarade i stepenu stručne spreme“, (ZP 12) broj 12, 2013.

## 4. SNABDEVENOST DOMAĆINSTAVA VAŽNIJIM TRAJNIM DOBRIMA

Jedan od pokazatelja životnog standarda je, koliko ljudi u strukturi ukupnog stanovništva, poseduje traj-

stava 836 domaćinstava imalo ovo dobro (*tabela 8*). Takođe, visok procenat domaćinstava posedovalo je frižider (97,7%); televizor (97,0%) i mašinu za pranje veša (89,7%).

Kada je u pitanju snabdevenost klima uređajima domaćinstava u Republici

Srbiji treba reći da su domaćinstva gradskog područja imala snabdevenost klima uređajima veću tri puta od domaćinstava ostalog područja. Mobilni telefon je postao svojina sve većeg broja stanovnika. U gradskom području 81,4% domaćinstava posedovalo je mobilni telefon a u ostalom području 71,4%.

Kada se govori o snabdevenosti personalnim računarima treba reći da su domaćinstva gradskog područja imala snabdevenost računarima veću 1,6 puta od domaćinstava ostalog područja.

Značajne razlike postoje i u snabdevenosti mikrotalasnom pećnicom (u gradskom području mikrotalasnu pećnicu posedovalo je 18,8% domaćinstava a u ostalom području 10,9% domaćinstava).

Mašinu za pranje sudova domaćinstva gradskog područja poseduju dva puta više nego domaćinstva ostalog područja (9,4% odnosno 4,7%).

Što se tiče snabdevenosti trajnim dobrima po pojedinim teritorijama, zapaža se sledeće: mikrotalasnu pećnicu u najmanjem procentu posedovala su domaćinstva u Regionu Južne i Istočne Srbije (8,7% domaćinstava), a u najvećem procentu domaćinstva u Regionu Vojvodine (23,6% domaćinstava).

Mašinu za pranje sudova u Regionu Južne i Istočne Srbije posedovalo je 5,0% domaćinstava a u Beogradu 14,0%. Klima uređaj u Regionu Šumadije i Zapadne Srbije 10,2% a u Beogradu 41,1%.

Putnički automobil u najmanjem procentu posedovala su domaćinstva u Regionu Južne i Istočne Srbije (34,8%), a u najvećem procentu do-

maćinstva u Regionu Šumadije i Zapadne Srbije (51,9%).

Kada se posmatra procenat domaćinstava koja poseduju klavir zapaža se da je u gradskom području klavir imalo 0,5% domaćinstava a u ostalom području 0,1%. Posmatrano po teritorijama, klavir je u Regionu Južne i Istočne Srbije posedovalo 0,1% domaćinstava a u Beogradu 0,7%. Bicikl je u Beogradu posedovalo 13,0% domaćinstava a na teritoriji Vojvodine 64,9%.

Upoređujući snabdevenost domaćinstava trajnim dobrima sa nekim ranijim periodima (u 1984. i 1996. kao reprezentnim godinama) zapaža se sledeće: 1984. godine zamrzivač je posedovalo 45,5% domaćinstava a 2011. znatno više (81,1%, *grafikon 6*).

Frižider je 1984. godine imalo 80,8% domaćinstava u Republici Srbiji a tokom 2011. godine taj procenat je povećan na 97,7%.

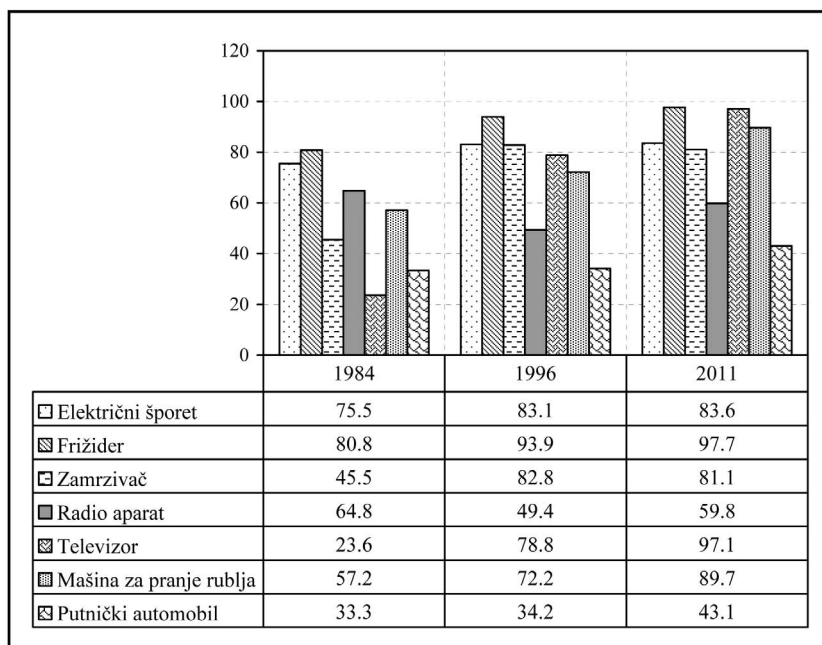
Televizor u boji 1984. godine imalo je u vlasništvu samo 23,6% domaćinstava dok 2011. godine ovaj procenat iznosi 97,1%.

Mašinu za pranje rublja 1984. godine imalo je 57,2% domaćinstava, a u 2011. godini 1,5 puta više domaćinstava poseduje ovo dobro (89,7%).

Putnički automobil je 1984. godine bio u posedu 33,3% domaćinstava, 1996. godine dolazi do blažeg povećanja (34,2%) a 2011. godine 43,1% domaćinstava poseduje automobil.

Radio aparat je 1984. godine posedovalo 64,8% domaćinstava a 2011. taj procenat se smanjuje na 59,8% domaćinstava.

Grafikon 6. **Struktura snabdevenosti domaćinstava nekim važnijim trajnim potrošnim dobrima u Republici Srbiji (u %)**



Izvor: Republički zavod za statistiku, Bilten „Anketa o potrošnji domaćinstava“ za odgovarajuće godine.

## 5. USLOVI STANOVANJA

Radi prezentiranja uslova stanovanja u Republici Srbiji biće prikazana domaćinstva prema vrsti stana koji koriste, prema opremljenosti stana instalacijama i prema načinu zagrevanja stana.

Da bi se što bolje sagledali uslovi u kojima domaćinstva stanuju izvršena su poređenja sa nekim ranijim godinama (1984. i 1996. kao reprezentnim godinama). Zapaža se da su se poboljšali uslovi stanovanja. Domaćinstva žive u prostranijim stanovima.

U Republici Srbiji u 1984. godini učešće jednosobnih stanova iznosilo je

19,9%; 1996. godine smanjeno je na 16,5% a u 2011. godini na 12,8%. Istovremeno, učešće četvorosobnih i većih stanova je povećano sa 7,6% u 1984. godini na 16,9% u 2011. godini (grafikon 7).

U Republici Srbiji u 2011. godini u ukupnoj strukturi korišćenih stanova najveće učešće čine dvosobni stanovi (oko 41,0%), zatim slede trosobni (oko 27,0%); četvorosobni i veći (oko 17,0%); jednosobni (oko 13,0%) i garsonjere (oko 2,0%).

Što se tiče opremljenosti stana instalacijama u 2011. godini u Republici Srbiji 99,6% domaćinstava ima vodovod;

## FINANSIJE

**Tabela 8. Struktura snabdevenosti domaćinstava nekim važnijim trajnim potrošnim dobrima u Republici Srbiji, 2011. (%)**

|                       | Republika Srbija |                   |                  |                                  |                               |                          |
|-----------------------|------------------|-------------------|------------------|----------------------------------|-------------------------------|--------------------------|
|                       | ukupno           | Srbija - sever    |                  | Srbija - jug                     |                               |                          |
|                       |                  | Beogradski region | Region Vojvodine | Region Šumadije i Zapadne Srbije | Region Južne i Istočne Srbije | Region Kosovo i Metohija |
| Sva domaćinstva       |                  |                   |                  |                                  |                               |                          |
| Električni šporet     | 83,6             | 92,3              | 65,2             | 87,8                             | 92,6                          | ...                      |
| Mikrotalasna pećnica  | 15,6             | 18,1              | 23,6             | 10,8                             | 8,7                           | ...                      |
| Frižider              | 97,7             | 98,1              | 97,8             | 97,6                             | 97,0                          | ...                      |
| Mašina za pranje veša | 89,7             | 95,2              | 91,2             | 88,2                             | 84,2                          | ...                      |
| Mašina za pranje sud. | 7,5              | 14,0              | 6,0              | 5,5                              | 5,0                           | ...                      |
| Klima uređaj          | 21,5             | 41,1              | 25,1             | 10,2                             | 11,0                          | ...                      |
| Televizor             | 97,0             | 95,5              | 97,9             | 97,5                             | 96,7                          | ...                      |
| Personalni računar    | 42,0             | 52,2              | 44,3             | 35,1                             | 37,3                          | ...                      |
| Mobilni telefon       | 77,3             | 83,1              | 79,0             | 78,8                             | 67,3                          | ...                      |
| Putnički automobil    | 43,0             | 38,3              | 44,6             | 51,9                             | 34,8                          | ...                      |
| Bicikl                | 35,1             | 13,0              | 64,9             | 29,7                             | 27,4                          | ...                      |
| Klavir                | 0,3              | 0,7               | 0,2              | 0,3                              | 0,1                           | ...                      |
| Gradsko područje      |                  |                   |                  |                                  |                               |                          |
| Električni šporet     | 86,9             | 93,7              | 66,6             | 94,0                             | 96,7                          | ...                      |
| Mikrotalasna pećnica  | 18,8             | 17,5              | 27,8             | 17,3                             | 9,8                           | ...                      |
| Frižider              | 98,7             | 98,2              | 99,2             | 98,9                             | 98,7                          | ...                      |
| Mašina za pranje veša | 95,5             | 96,5              | 94,8             | 96,2                             | 94,1                          | ...                      |
| Mašina za pranje sud. | 9,4              | 14,3              | 7,3              | 8,1                              | 5,3                           | ...                      |
| Klima uređaj          | 30,4             | 46,1              | 33,2             | 16,9                             | 15,2                          | ...                      |
| Televizor             | 97,3             | 95,7              | 98,4             | 98,2                             | 97,6                          | ...                      |
| Personalni računar    | 50,1             | 53,7              | 50,2             | 46,7                             | 47,8                          | ...                      |
| Mobilni telefon       | 81,4             | 83,6              | 81,2             | 85,3                             | 73,3                          | ...                      |
| Putnički automobil    | 42,2             | 36,3              | 44,9             | 49,6                             | 39,8                          | ...                      |
| Bicikl                | 32,0             | 11,0              | 60,3             | 30,8                             | 28,1                          | ...                      |
| Klavir                | 0,5              | 0,8               | 0,2              | 0,5                              | 0,2                           | ...                      |
| Ostalo područje       |                  |                   |                  |                                  |                               |                          |
| Električni šporet     | 78,9             | 85,6              | 63,4             | 82,3                             | 88,5                          | ...                      |
| Mikrotalasna pećnica  | 10,9             | 21,1              | 17,9             | 5,1                              | 7,7                           | ...                      |
| Frižider              | 96,2             | 97,8              | 96,0             | 96,5                             | 95,3                          | ...                      |
| Mašina za pranje veša | 81,3             | 88,3              | 86,3             | 81,0                             | 74,2                          | ...                      |
| Mašina za pranje sud. | 4,7              | 12,2              | 4,1              | 3,2                              | 4,8                           | ...                      |
| Klima uređaj          | 8,8              | 15,8              | 14,1             | 4,2                              | 6,8                           | ...                      |
| Televizor             | 96,5             | 94,5              | 97,2             | 96,9                             | 95,7                          | ...                      |
| Personalni računar    | 30,4             | 44,7              | 36,1             | 24,7                             | 26,8                          | ...                      |
| Mobilni telefon       | 71,4             | 80,8              | 76,1             | 73,0                             | 61,4                          | ...                      |
| Putnički automobil    | 44,0             | 48,3              | 44,1             | 53,9                             | 29,9                          | ...                      |
| Bicikl                | 39,6             | 22,8              | 71,1             | 28,6                             | 26,6                          | ...                      |
| Klavir                | 0,1              | 0,6               | 0,2              | 0,0                              | 0,0                           | ...                      |

*Izvor:* Republički zavod za statistiku, Bilten „Anketa o potrošnji domaćinstava“ br 555, 2012.

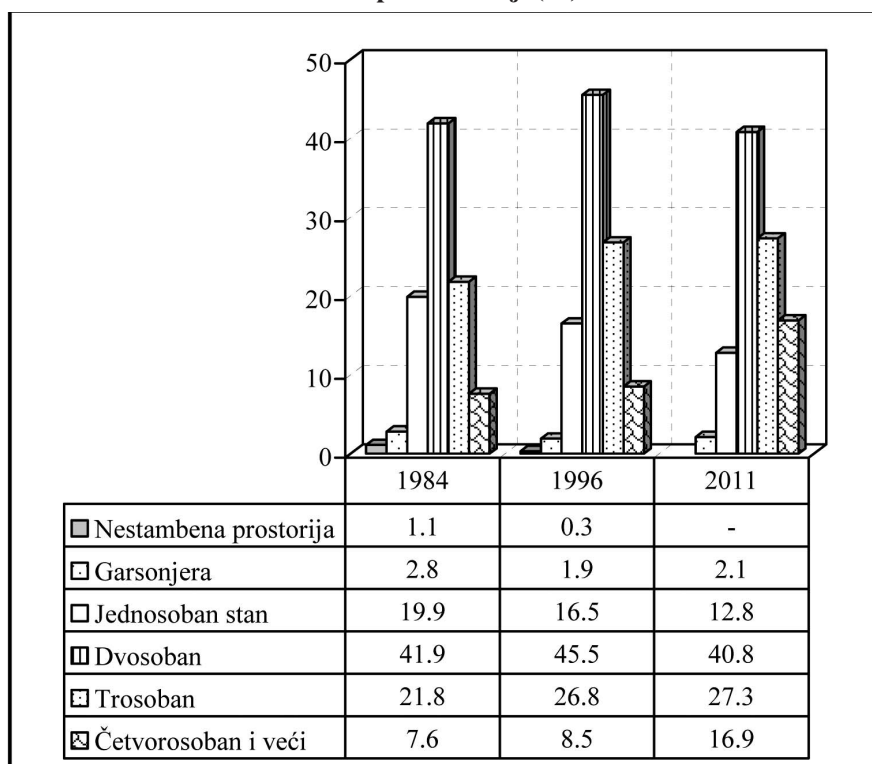
## FINANSIJE

94,0% kanalizaciju; električnu energiju koristi 99,8% domaćinstava; telefonski priključak ima 86,4% domaćinstava; centralno ili etažno grejanje koristi 37,2% domaćinstava dok gasovod ima 9,7% domaćinstava (tabela 9).

Posmatrano po decilima potrošnje, poredeći najsiromašnija i najbogatija domaćinstva zapaža se sledeće: u prvom decilu centralno ili etažno grejanje koristi samo 8,3% domaćinstava dok je u desetom decilu taj procenat

63,7%. Telefonski priključak u prvom decilu ima 60,2% domaćinstava a u desetom decilu 94,5%. Priključak na gasovod ima 3,1% domaćinstava prvog decila a 16,0% domaćinstava desetog decila. Kanalizaciju u prvom decilu ima 81,2% domaćinstava a u desetom decilu 96,5% domaćinstava. Što se tiče vodovoda i električne energije u visokom procentu su zastupljeni i kod najsiromašnijih i kod najbogatijih domaćinstava.

**Grafikon 7. Domaćinstva prema vrsti stana koji koriste u Republici Srbiji (%)**



*Izvor:* Republički zavod za statistiku, Bilten „Anketa o potrošnji domaćinstava“ za odgovarajuće godine.



## FINANSIJE

**Tabela 9. Struktura domaćinstava u Republici Srbiji, prema opremljenosti stana instalacijama, po decilima potrošnje, prema potrošačkoj jedinici u 2011. godini**

|                               | Ukupno | Decili <sup>3</sup> |      |       |       |       |      |       |       |       |      |
|-------------------------------|--------|---------------------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|
|                               |        | 1                   | 2    | 3     | 4     | 5     | 6    | 7     | 8     | 9     | 10   |
| Vodovod                       | 99,6   | 98,3                | 99,5 | 99,7  | 100,0 | 100,0 | 99,7 | 100,0 | 99,3  | 100,0 | 99,8 |
| Kanalizacija                  | 94,0   | 81,2                | 87,5 | 92,1  | 95,6  | 98,2  | 96,5 | 97,4  | 97,0  | 98,1  | 96,5 |
| Električna energija           | 99,8   | 99,3                | 99,8 | 100,0 | 99,9  | 100,0 | 99,7 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 99,8 |
| Centralno ili etažno grejanje | 37,2   | 8,3                 | 15,6 | 19,5  | 28,9  | 35,2  | 39,5 | 42,8  | 60,3  | 58,5  | 63,7 |
| Telefonski priključak         | 86,4   | 60,2                | 79,0 | 85,1  | 83,7  | 87,1  | 91,1 | 93,8  | 93,5  | 96,4  | 94,5 |
| Gasovod                       | 9,7    | 3,1                 | 5,7  | 5,9   | 9,1   | 6,6   | 10,1 | 14,4  | 13,3  | 12,8  | 16,0 |

*Izvor:* Republički zavod za statistiku, Bilten „Anketa o potrošnji domaćinstava“ broj 555, 2012.

**Tabela 10. Struktura domaćinstava u Republici Srbiji, prema načinu zagrevanja stana, po decilima potrošnje, prema potrošačkoj jedinici u 2011. godini**

|                                  | Ukupno | Decili |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----------------------------------|--------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                  |        | 1      | 2    | 3    | 4    | 5    | 6    | 7    | 8    | 9    | 10   |
| Centralno grejanje preko toplane | 20,5   | 3,3    | 6,5  | 9,9  | 13,2 | 20,8 | 20,4 | 22,6 | 34,2 | 36,1 | 37,7 |
| Električna energija              | 10,2   | 4,1    | 6,9  | 9,4  | 12,7 | 10,4 | 12,8 | 10,5 | 12,5 | 11,1 | 11,5 |
| Čvrsto gorivo                    | 57,8   | 87,3   | 78,7 | 71,8 | 64,4 | 59,8 | 55,1 | 50,3 | 39,0 | 39,1 | 32,5 |
| Tečno gorivo                     | 0,5    | -      | 0,2  | 0,9  | -    | 0,4  | 1,2  | 0,3  | 0,2  | 0,5  | 1,5  |
| Kombinovano                      | 6,4    | 5,1    | 5,2  | 5,3  | 6,6  | 5,6  | 4,5  | 9,0  | 6,5  | 7,8  | 8,6  |
| Gas                              | 4,6    | 0,2    | 2,5  | 2,7  | 3,1  | 3,0  | 6,0  | 7,3  | 7,6  | 5,4  | 8,2  |

*Izvor:* Republički zavod za statistiku, Bilten „Anketa o potrošnji domaćinstava“ broj 555, 2012.

Ako se govori o načinu zagrevanja stana u 2011. godini u Republici Srbiji zapaža se sledeće: prosečno domaćinstvo za zagrevanje stana najviše koristi

čvrsto gorivo (57,8%), zatim sledi centralno grejanje preko toplane (20,5%), električna energija (10,2%), kombinovano (6,4%) i gas (4,6%, tabela 10).

<sup>3</sup> Decilna analiza je postupak kojim se ekvivalentna potrošnja svih rangiranih domaćinstava (potrošnja domaćinstava po potrošačkoj jedinici) rangira od najniže ka najvišoj. Tako rangirana domaćinstva dele se u deset jednakih grupa. U prvom decilu nalaze se domaćinstva čija je ekvivalentna potrošnja najniža (najsiromašnija domaćinstva), a u desetom decilu su domaćinstva čija je ekvivalentna potrošnja najviša (najbogatija domaćinstva). Primena skale ekvivalencije (potrošačke jedinice) omogućava poređenje potrošnje domaćinstava različitih po veličini (broju članova), preko zajedničkog imenitelja- potrošačke jedinice.

Gledajući po decilima potrošnje, po potrošačkoj jedinici, u prvom decilu se za zagrevanje stana najviše koristi čvrsto gorivo (87,3%), dok je taj procenat u desetom decilu znatno manji (32,5%). Električnu energiju za zagrevanje stana u prvom decilu koristi 4,1% domaćinstava, a u desetom decilu 11,5%. Centralno grejanje preko toplane za zagrevanje stana u prvom decilu koristi 3,3% domaćinstava a u desetom decilu 37,7%. Gas, kao način zagrevanja stana u prvom decilu koristi samo 0,2% domaćinstava a u desetom decilu 8,2% domaćinstava.

## **6. POREĐENJA SA DRUGIM ZEMLJAMA**

Radi boljeg sagledavanja materijalnog položaja domaćinstava u Republici Srbiji, može se izvršiti poređenje sa zemljama iz našeg okruženja (republikama bivše SFRJ-Slovenijom, Hrvatskom, Bosnom i Hercegovinom, Crnom Gorom i Makedonijom, *tabela 11*). U ukupnoj strukturi lične potrošnje domaćinstava izdaci za hranu i bezalkoholna pića (uključujući naturalnu potrošnju) iznose 42,9% u Republici Srbiji. Domaćinstva u Sloveniji za ishranu izdvajaju 16,3% svog budžeta, u Bosni i Hercegovini 29,9%, u Hrvatskoj 31,7%, u Crnoj Gori 38,2% a u Makedoniji 39,3%.

Izdaci za stanovanje, vodu, struju, gas i druga goriva u najvećem procentu učestvuju u strukturi rashoda domaćinstava u Bosni i Hercegovini (21,9%). Učešće ove stavke u Hrvatskoj je 15,7%, u Republici Srbiji je

15,6%, Crnoj Gori 15,1%, u Sloveniji 13,9% a u Makedoniji 11,6%. Dok prosečno domaćinstvo u Republici Srbiji za troškove transporta izdvaja 8,7% svog budžeta, za iste namene domaćinstva u Sloveniji izdvajaju 16,6%, u Hrvatskoj 12,9%, Bosni i Hercegovini 11,4%, Crnoj Gori 10,0% i Makedoniji 7,9% svog budžeta. Na rekreaciju i kulturu domaćinstva u Republici Srbiji izdvajaju 4,3% svog budžeta, u Makedoniji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori oko 3,0%, Hrvatskoj oko 5,0% dok se u Sloveniji izdvaja oko 11,0%.

Izdaci za zdravstvene usluge iznose 2,6% u Sloveniji, 2,7% u Hrvatskoj, Makedoniji 3,2%, Crnoj Gori 3,8%, 3,9% u Republici Srbiji i 4,8% u Bosni i Hercegovini. Učešće izdataka za restorane i hotele kreće se od 1,9% u Republici Srbiji, Crnoj Gori 2,3%, Hrvatskoj 2,4%, 2,5% u Bosni i Hercegovini, do oko 4,0% u Makedoniji i Sloveniji.

Što se tiče snabdevenosti domaćinstava trajnim dobrima (*tabela 12*) najveća razlika između Republike Srbije i ostalih zemalja ispoljava se u snabdevenosti mašinom za pranje posuđa.

U Republici Srbiji je procenat domaćinstava koja poseduju ovo dobro 7,5% dok je u Sloveniji čak 52,0%, Hrvatskoj 30,6%, Crnoj Gori 20,7% itd.

Značajna razlika je i u procentu domaćinstava koja poseduju automobil. U Republici Srbiji 43,0% domaćinstava poseduje automobil; u Crnoj Gori 49,8%, Hrvatskoj 58,6% a u Sloveniji 80,2% domaćinstava.

## FINANSIJE

**Tabela 11. Struktura lične potrošnje u 2011. godini (u %)**

|                                                   | Srbija | Slovenija <sup>4</sup> | Hrvatska | Bosna i Hercegovina <sup>5</sup> | Crna Gora | Makedonija |
|---------------------------------------------------|--------|------------------------|----------|----------------------------------|-----------|------------|
| Hrana i bezalkoholna pića (sa naturalnom potroš.) | 42,9   | 16,3                   | 31,7     | 29,9                             | 38,2      | 39,3       |
| Alkoholna pića i duvan                            | 4,4    | 2,2                    | 3,7      | 6,8                              | 3,7       | 3,3        |
| Odeća i obuća                                     | 4,7    | 7,5                    | 6,0      | 4,9                              | 7,0       | 5,8        |
| Stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva      | 15,6   | 13,9                   | 15,7     | 21,9                             | 15,1      | 11,6       |
| Nameštaj, opremanje domaćinstva i održavanje      | 4,3    | 7,3                    | 4,6      | 5,0                              | 4,6       | 5,5        |
| Zdravstvo                                         | 3,9    | 2,6                    | 2,7      | 4,8                              | 3,8       | 3,2        |
| Transport                                         | 8,7    | 16,6                   | 12,9     | 11,4                             | 10,0      | 7,9        |
| Komunikacije                                      | 3,9    | 5,2                    | 5,4      | 3,1                              | 5,6       | 3,6        |
| Rekreacija i kultura                              | 4,3    | 11,3                   | 5,3      | 3,2                              | 3,2       | 2,9        |
| Obrazovanje                                       | 0,8    | 1,0                    | 0,9      | 0,5                              | 1,5       | 0,6        |
| Restorani i hoteli                                | 1,9    | 4,5                    | 2,4      | 2,5                              | 2,3       | 4,0        |
| Ostala roba i usluge                              | 4,6    | 11,6                   | 8,7      | 6,0                              | 4,8       | 12,3       |

*Izvor:* Statistički godišnjaci navedenih zemalja.

**Tabela 12. Struktura snabdevenosti domaćinstava trajnim dobrima u 2011. godini (u %)**

|                           | Srbija | Slovenija <sup>6</sup> | Hrvatska | Bosna i Hercegovina <sup>7</sup> | Crna Gora | Makedonija |
|---------------------------|--------|------------------------|----------|----------------------------------|-----------|------------|
| Automobil                 | 43,0   | 80,2                   | 58,6     | 49,6                             | 49,8      | 51,5       |
| Televizor u boji          | 97,0   | 97,6                   | 96,9     | 94,8                             | 98,2      | 96,3       |
| Mašina za pranje rublja   | 89,7   | 97,1                   | 94,5     | 80,1                             | 85,8      | 91,6       |
| Mašina za pranje posuda   | 7,5    | 52,0                   | 30,6     | 5,6                              | 20,7      | 12,4       |
| Frižider                  | 97,7   | 98,6                   | 98,6     | 96,3                             | 99,3      | 98,6       |
| Zamrzivač                 | 81,0   | 77,6                   | 79,0     | ...                              | 83,5      | 77,8       |
| Radio prijemnik           | 59,8   | 85,7                   | 39,7     | ...                              | 59,5      | 34,1       |
| Telefon                   | 84,7   | 80,4                   | ...      | 69,8                             | 60,0      | 62,0       |
| Motocikl                  | 4,0    | 5,0                    | 3,7      | ...                              | ...       | 6,0        |
| Električni/plinski šporet | 83,6   | ...                    | ...      | 87,2                             | 96,1      | 96,3       |
| Personalni računar        | 42,0   | ...                    | ...      | 20,4                             | 32,7      | 50,6       |

*Izvor:* Statistički godišnjaci navedenih zemalja.

<sup>4</sup> Podaci su dati za 2010. godinu.

<sup>5</sup> Podaci su dati za 2007. godinu.

<sup>6</sup> Podaci su dati za 2010. godinu.

<sup>7</sup> Podaci su dati za 2007. godinu.

## FINANSIJE

Podatke o rashodima domaćinstva u Republici Srbiji upoređićemo i sa podacima o strukturi rashoda u zemljama članicama Evropske unije (*tabela 13, grafikon 8*). Postoje značajne razlike u strukturi rashoda domaćinstava između zemalja Evropske unije, zbog različitog nivoa ekonomske razvijenosti.

maćinstva. Ali, dok za stanovanje i energiju domaćinstva u Evropskoj uniji izdvajaju u proseku 28,2% (od 9,1% na Malti do 34,7% u Bugarskoj) domaćinstva u Republici Srbiji izdvajaju 15,6% u te svrhe. Pri tumačenju troškova za stanovanje treba napomenuti da se struktura stanovanja u starijim članicama Evropske unije razlikuje

**Tabela 13. Poređenje izdataka domaćinstava u Evropskoj Uniji i Republici Srbiji (u %)**

|                                              | Republika Srbija | EU - 27 | Minimum u EU | Maksimum u EU |
|----------------------------------------------|------------------|---------|--------------|---------------|
| Hrana i bezalkoholna pića                    | 42,9             | 14,6    | 9,3          | 44,2          |
| Alkoholna pića i duvan                       | 4,4              | 2,3     | 1,7          | 5,8           |
| Odeća i obuća                                | 4,7              | 5,7     | 3,1          | 8,3           |
| Stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva | 15,6             | 28,2    | 9,1          | 34,7          |
| Nameštaj, opremanje domaćinstva i održavanje | 4,3              | 5,7     | 3,0          | 10,7          |
| Zdravstvo                                    | 3,9              | 3,2     | 1,2          | 6,1           |
| Transport                                    | 8,7              | 12,5    | 5,0          | 17,0          |
| Komunikacije                                 | 3,9              | 3,0     | 2,2          | 6,5           |
| Rekreacija i kultura                         | 4,3              | 8,9     | 1,1          | 13,3          |
| Obrazovanje                                  | 0,8              | 1,0     | 0,0          | 4,0           |
| Restorani i hoteli                           | 1,9              | 5,7     | 1,1          | 10,8          |
| Ostala roba i usluge                         | 4,6              | 9,3     | 3,0          | 16,8          |

Izvor: Eurostat i Republički zavod za statistiku Srbije.

Prosečni izdaci za ishranu u Evropskoj uniji (svih dvadeset sedam članica) iznose 14,6% (od 9,3% u Luksemburgu do 44,2% u Rumuniji, *tabele 13. i 14.*). U Republici Srbiji ovi izdaci čine 42,9% budžeta prosečnog do-

je od one u Istočnoj Evropi. Kod prvih, domaćinstva plaćaju visoke zakupnine jer žive u iznajmljenim stanovima a u Istočnoj Evropi ljudi uglavnom žive u stanovima (kućama) koje su u privatnom vlasništvu.

<sup>8</sup> Eurostat (2005. godina), Republički zavod za statistiku Srbije - Bilten „Anketa o potrošnji domaćinstava“ (2011. godina)

## FINANSIJE

**Tabela 14. Struktura godišnjih rashoda po domaćinstvu u zemljama članicama Evropske Unije (u %)**

|                  | Hrana, piće i duvan | Odeća i obuća | Stanov., energ. u domać. | Namešt. održavanje domać. | Zdravstvo | Transport i komunikacije | Rekreacija, kultura, hoteli i restorani | Obrazovanje | Ostala roba i usluge |
|------------------|---------------------|---------------|--------------------------|---------------------------|-----------|--------------------------|-----------------------------------------|-------------|----------------------|
| Austrija         | 15,8                | 5,6           | 22,3                     | 6,2                       | 3,1       | 18,7                     | 18,1                                    | 0,8         | 9,3                  |
| Belgija          | 15,7                | 4,7           | 25,3                     | 5,6                       | 4,7       | 15,8                     | 15,8                                    | 0,5         | 11,9                 |
| Bugarska         | 35,3                | 3,1           | 34,7                     | 3,0                       | 4,3       | 9,6                      | 6,5                                     | 0,5         | 3,1                  |
| Kipar            | 17,0                | 7,7           | 21,6                     | 5,9                       | 4,7       | 18,0                     | 14,3                                    | 4,0         | 6,9                  |
| Češka Republika  | 23,5                | 5,6           | 20,1                     | 6,7                       | 2,0       | 15,7                     | 15,7                                    | 0,5         | 10,2                 |
| Danska           | 15,2                | 4,9           | 29,9                     | 6,1                       | 2,7       | 16,2                     | 15,4                                    | 0,4         | 9,3                  |
| Estonija         | 25,3                | 5,5           | 29,9                     | 5,2                       | 2,6       | 15,5                     | 9,5                                     | 1,3         | 5,2                  |
| Finska           | 15,1                | 3,8           | 27,2                     | 5,1                       | 3,5       | 18,5                     | 15,4                                    | 0,2         | 11,2                 |
| Francuska        | 15,7                | 6,6           | 26,3                     | 6,1                       | 4,2       | 16,8                     | 11,5                                    | 0,6         | 12,2                 |
| Nemačka          | 12,9                | 4,8           | 29,6                     | 5,4                       | 3,6       | 16,2                     | 15,4                                    | 0,8         | 11,3                 |
| Grčka            | 18,9                | 7,0           | 24,0                     | 6,2                       | 5,9       | 14,2                     | 12,7                                    | 2,4         | 8,7                  |
| Mađarska         | 26,2                | 5,0           | 19,4                     | 4,7                       | 4,1       | 20,6                     | 11,7                                    | 0,8         | 7,5                  |
| Irska            | 17,9                | 5,1           | 23,4                     | 7,2                       | 2,5       | 15,1                     | 16,1                                    | 1,9         | 10,9                 |
| Italija          | 20,4                | 7,0           | 29,6                     | 5,8                       | 3,9       | 14,1                     | 10,8                                    | 0,7         | 7,8                  |
| Letonija         | 40,3                | 7,9           | 18,9                     | 4,2                       | 4,7       | 12,7                     | 8,9                                     | 1,1         | 4,2                  |
| Litvanija        | 32,3                | 7,3           | 17,1                     | 5,2                       | 3,7       | 16,7                     | 11,6                                    | 1,4         | 4,8                  |
| Luksemburg       | 11,0                | 6,4           | 30,1                     | 7,1                       | 2,6       | 18,4                     | 15,3                                    | 0,4         | 8,6                  |
| Malta            | 24,0                | 8,3           | 9,1                      | 10,7                      | 3,0       | 19,5                     | 17,2                                    | 1,2         | 6,9                  |
| Holandija        | 12,6                | 5,8           | 25,6                     | 6,4                       | 1,3       | 14,0                     | 16,5                                    | 1,0         | 16,8                 |
| Poljska          | 27,8                | 4,6           | 31,3                     | 4,5                       | 4,5       | 12,9                     | 7,9                                     | 1,3         | 5,3                  |
| Portugalija      | 17,8                | 4,1           | 26,6                     | 4,8                       | 6,1       | 15,9                     | 16,5                                    | 1,7         | 6,5                  |
| Rumunija         | 50,0                | 6,3           | 15,6                     | 3,8                       | 3,8       | 11,4                     | 5,3                                     | 0,8         | 3,0                  |
| Slovačka         | 27,3                | 5,6           | 30,4                     | 4,2                       | 2,8       | 12,6                     | 10,4                                    | 0,8         | 6,0                  |
| Slovenija        | 20,8                | 7,7           | 25,1                     | 6,4                       | 1,6       | 21,4                     | 5,8                                     | 0,9         | 10,2                 |
| Španija          | 20,3                | 6,9           | 30,3                     | 4,7                       | 2,2       | 13,2                     | 15,7                                    | 1,1         | 5,8                  |
| Švedska          | 13,5                | 5,0           | 32,2                     | 6,4                       | 2,5       | 17,2                     | 17,1                                    | 0,0         | 6,1                  |
| Velika Britanija | 12,3                | 5,0           | 29,6                     | 6,5                       | 1,2       | 16,2                     | 20,3                                    | 1,4         | 7,6                  |

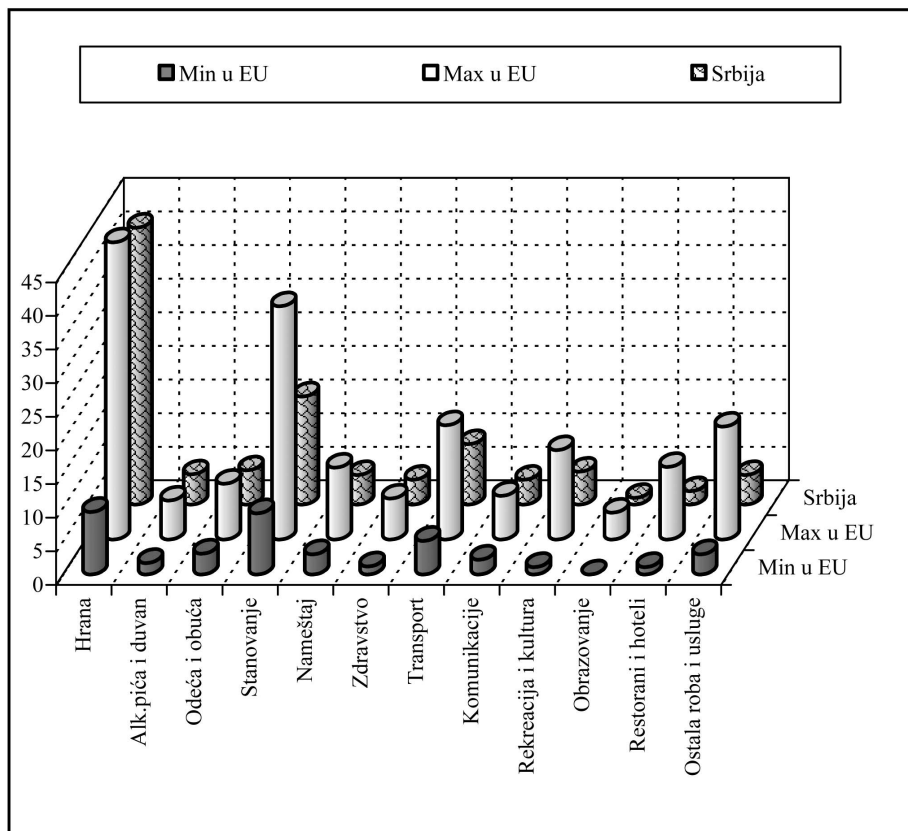
Izvor: Eurostat

U poređenju sa zemljama Evropske unije domaćinstva u Republici Srbiji manje su izdvajala za transport (8,7%), dok je ovo učešće u zemljama Evropske unije prosečno 12,5% (od 5,0% u Bugarskoj do 17,0% u Sloveniji). Manje izdvajamo i za rekreaciju i kulturu - učešće ovih izdataka u budžetu prosečnog domaćinstva Republike Srbije je

4,3% a u zemljama Evropske unije (8,9% u proseku). Udeo ovih izdataka u ukviru Evropske unije je najveći u zemljama sa visokim životnim standardom (u Švedskoj 13,3% i Austriji 12,6%). Što se izdvajanja za restorane i hotele tiče prosečno izdvajanje u Evropskoj uniji je 5,7% (od 1,1% u Rumuniji do 10,8% u Portugaliji) a kod nas se za

<sup>9</sup> Podaci su dati za 2005. godinu.

Grafikon 8. Struktura izdataka domaćinstva u %



Izvor: Eurostat i Republički zavod za statistiku Srbije.

te namene izdvaja 1,9%. Izdvajanje za obrazovanje je 0,8% budžeta domaćinstava u Republici Srbiji a u zemljama Evropske unije 1,0% (od 0,0% u Švedskoj gde je obrazovanje potpuno besplatno do 4,0% na Kipru).

## 7. KALORIJSKA (ENERGETSKA) VREDNOST ISHRANE

Kalorijska vrednost ishrane, odnosno energetska vrednost prosečnog dnevnog

obroka podrazumeva koliko u proseku, u toku jednog dana, preko utrošene hrane, član domaćinstva unese kalorija. Da li će kalorična vrednost ishrane zadovoljiti potrebe ili ne, zavisi od niza faktora, kao što su: starost, pol, vrsta posla koju lice obavlja, klimatski uslovi i dr. Nutricionisti smatraju da je čoveku normalne mase, bez vršenja bilo kakvog rada, pod pravilnim životnim uslovima potrebno oko 10.046 KJ dnevno. Količina energetske vrednosti u novije vreme meri se

džulima (ranije se merila u kalorijama). Jedna kilokalorija iznosi 4,18 KJ.

Uz energetska vrednost ishrane, potrebno je da se ispune i kvalitativni zahtevi pravilne ishrane. Poželjno je da u ukupnoj ishrani kalorije životinjskog porekla budu zastupljene najmanje sa 30,0%. Prosečna dnevna energetska vrednost ishrane po članu domaćinstva u Republici Srbiji u periodu 2003-2011. godine iznosila je 11.760 KJ (2811 kalorija, *tabela 15*). U evropskim zemljama dnevna energetska vrednost ishrane po stanovniku kreće se od 11.500 do 17.500 KJ (*tabela 16*). Postoje izvesne metodološke razlike u načinu prikupljanja podataka jer su za Republiku Srbiju obračunati kori-

steći Anketu o potrošnji domaćinstava i iskazani su po članu svih domaćinstava a za zemlje u svetu obračunati su bilansnom metodom i iskazani po stanovniku. Pored dnevne energetske vrednosti hrane, ovo se odnosi i na prosečnu dnevnu potrošnju belančevina i masti (*tabela 16*).<sup>10</sup>

Prosečna dnevna energetska vrednost biljnog porekla na nivou je od 8.208 KJ, odnosno sa učešćem od 69,8%; kalorije životinjskog porekla u posmatranom periodu bile su zastupljene sa 30,2%, odnosno tek prelaze zahtevani minimum. Prosečna energetska vrednost dnevnog obroka u svetu u periodu 2005-2007. godine iznosi 2.777,7 kalorija (*tabela 16*). Postoje značajne razlike u energetskejoj

**Tabela 15. Energetska vrednost prosečnog dnevnog obroka, prosečna dnevna potrošnja belančevina i masnoća u Republici Srbiji**

| <b>Energetska vrednost</b> |             |                      |                           |                              |                           |
|----------------------------|-------------|----------------------|---------------------------|------------------------------|---------------------------|
|                            | Ukupno (KJ) | Prema izvorima       |                           | Struktura u % (ukupno = 100) |                           |
|                            |             | biljnog porekla (KJ) | životinjskog porekla (KJ) | biljnog porekla (KJ)         | životinjskog porekla (KJ) |
| 2003–2011.                 | 11760       | 8208                 | 3552                      | 69,8                         | 30,2                      |
| <b>Belančevine</b>         |             |                      |                           |                              |                           |
|                            | Ukupno (gr) | Prema izvorima       |                           | Struktura u % (ukupno = 100) |                           |
|                            |             | biljnog porekla (gr) | životinjskog porekla (gr) | biljnog porekla              | životinjskog porekla      |
| 2003–2011.                 | 80,8        | 43,6                 | 37,2                      | 54,0                         | 46,0                      |
| <b>Masnoće</b>             |             |                      |                           |                              |                           |
|                            | Ukupno (gr) | Prema izvorima       |                           | Struktura u % (ukupno = 100) |                           |
|                            |             | biljnog porekla (gr) | životinjskog porekla (gr) | biljnog porekla              | životinjskog porekla      |
| 2003–2011.                 | 107,8       | 37,7                 | 70,1                      | 35,0                         | 65,0                      |

*Izvor:* Obračun autora na osnovu tablica nutritivnih vrednosti.

<sup>10</sup> Postoje izvesne metodološke razlike u načinu prikupljanja podataka jer su za Republiku Srbiju obračunati koristeći Anketu o potrošnji domaćinstava i iskazani su po članu svih domaćinstava a za zemlje u svetu obračunati su bilansnom metodom i iskazani po stanovniku. Pored dnevne energetske vrednosti hrane, ovo se odnosi i na prosečnu dnevnu potrošnju belančevina i masti (*tabela 16*).



vrednosti dnevnog obroka u zemljama različitog stepena ekonomske razvijenosti. Najveću prosečnu energetska vrednost dnevnog obroka imaju potrošači u Sjedinjenim Američkim Državama i ona iznosi 3.770 kalorija. Iza Sjedinjenih Američkih Država neznatno zaostaju Austrija i Grčka (3.760 odnosno 3.700 kalorija). Najmanju prosečnu energetska vrednost dnevnog obroka imaju potrošači u Somaliji i ona iznosi 1.951,7 kalorija. Ispred Somalije nalaze se Venecuela i Indija (2.582 odnosno 2.301 kalorija, *tabela 16*).

## **8. BIOHEMIJSKI SASTAV ISHRANE**

Prehrambeni proizvodi sadrže tri vrste hranljivih sastojaka na osnovu čijeg odnosa se sagledava kvalitet ishrane:

*proteini (belančevine)* – njihovo učešće u dnevnom obroku treba da iznosi najmanje **15%**;

*masti* – optimalno učešće u ishrani je **30%**;

*ugljeni hidrati* – optimalno učešće je **55%**.

### **8.1. Potrošnja belančevina**

Neophodni sastojak pravilne ishrane jesu belančevine jer predstavljaju nezamenljiv materijal za obnovu i rast tkiva, kao i u stvaranju zaštitnih materija u slučaju oboljenja. Da bi ishrana bila izbalansirana, potrebno je, kao i kod kalorija, da postoji određen odnos potrošnje belančevina životinjskog i biljnog porekla. Smatra se da ovaj odnos treba da bude oko 55,0% : 45,0%, i to u korist belančevina životinjskog pore-

kla. Nutricionisti, takođe, smatraju da u dnevnom obroku treba da bude najmanje jedan gram belančevina na jedan kilogram telesne težine. Prema ovim preporukama, potrošnja proteina u Republici Srbiji nije zadovoljavajuća. Ukupna potrošnja belančevina u ishrani u Republici Srbiji u periodu 2003-2011. godine iznosila je oko 81 gram dnevno po članu domaćinstva (*tabela 15*).

Prosečna potrošnja proteina po stanovniku u svetu u periodu 2000-2002. godine iznosila je 75 grama, a u periodu 2005-2007. godine oko 77 grama (*tabela 16*). Najveću potrošnju proteina ima Izrael i iznosi 126,4 grama. Takođe, relativno visoku potrošnju imaju i Grčka (118,1 gram) i Sjedinjene Američke Države (113,9 grama). Najmanju potrošnju proteina imaju potrošači u Somaliji i ona iznosi 55,5 grama. Ispred Somalije nalaze se Indija i Venecuela (56,0 grama odnosno 71,2 grama).

Proteini životinjskog porekla slični su onima koji čine sastav čovečjeg organizma i oni sadrže bitne aminokiseline koje organizam mora da dobije putem ishrane jer sam ne može da ih sintetizuje. One se nalaze u životinjskim proizvodima u idealnom odnosu, dok ih biljne namirnice sadrže samo pojedinačno.

Potrošnja visokokvalitetnih belančevina životinjskog porekla u Republici Srbiji u periodu 2003-2011. godine iznosila je 37,2 grama po članu domaćinstva dnevno. Potrošnja belančevina biljnog porekla iznosila je 43,6 grama dnevno. Prema tome, struktura potrošnje, prema izvorima, pokazuje da je pretežni deo utrošenih belančevina biljnog porekla (54,0%).

## FINANSIJE

Tabela 16. **Potrošnja kalorija, proteina i masnoća (po stanovniku, dnevno) u svetu**

|                         | Kalorije (broj) |           |           | Proteini (gr) |           |           | Masnoće (gr) |           |           |
|-------------------------|-----------------|-----------|-----------|---------------|-----------|-----------|--------------|-----------|-----------|
|                         | 2000-2002       | 2003-2005 | 2005-2007 | 2000-2002     | 2003-2005 | 2005-2007 | 2000-2002    | 2003-2005 | 2005-2007 |
| <b>SVET</b>             | 2795,0          | 2753,0    | 2777,7    | 75,0          | 76,0      | 76,6      | 76,7         | 76,0      | 78,6      |
| <b>AFRIKA</b>           |                 |           |           |               |           |           |              |           |           |
| Alžir                   | 2990,7          | 3074,0    | 3104,3    | 80,0          | 86,0      | 86,1      | 71,0         | 64,0      | 67,1      |
| Egipat                  | 3341,0          | 3151,0    | 3163,3    | 95,0          | 90,0      | 91,1      | 59,3         | 54,0      | 52,9      |
| Somalija                | 1724,7          | 1732,0    | 1951,7    | 51,7          | 52,0      | 55,5      | 59,7         | 58,0      | 20,7      |
| <b>AMERIKA, Severna</b> |                 |           |           |               |           |           |              |           |           |
| Kuba                    | 2998,0          | 3316,0    | 3295,0    | 73,7          | 78,0      | 80,3      | 51,7         | 57,0      | 62,2      |
| Meksiko                 | 3155,3          | 3246,0    | 3244,7    | 90,7          | 91,0      | 92,3      | 86,7         | 93,0      | 95,3      |
| SAD                     | 3794,7          | 3777,0    | 3770,0    | 114,0         | 114,0     | 113,9     | 156,7        | 160,0     | 161,1     |
| <b>AMERIKA, Južna</b>   |                 |           |           |               |           |           |              |           |           |
| Argentina               | 3075,0          | 3061,0    | 3000,7    | 100,3         | 93,0      | 94,2      | 105,7        | 102,0     | 107,5     |
| Brazil                  | 3010,0          | 3078,0    | 3099,3    | 81,3          | 84,0      | 84,4      | 92,3         | 104,0     | 105,3     |
| Venecuela               | 2351,3          | 2520,0    | 2581,7    | 63,7          | 68,0      | 71,2      | 63,0         | 73,0      | 73,7      |
| <b>AZIJA</b>            |                 |           |           |               |           |           |              |           |           |
| Kina                    | 2956,3          | 2944,0    | 2974,0    | 81,7          | 88,0      | 89,1      | 85,7         | 86,0      | 89,9      |
| Indija                  | 2420,0          | 2270,0    | 2300,7    | 56,3          | 55,0      | 56,0      | 50,7         | 46,0      | 47,7      |
| Izrael                  | 3644,0          | 3568,0    | 3539,7    | 126,0         | 125,0     | 126,4     | 138,3        | 145,0     | 145,7     |
| Japan                   | 2783,3          | 2920,0    | 2806,3    | 92,3          | 92,0      | 91,8      | 86,3         | 89,0      | 90,0      |
| Kuvajt                  | 3052,3          | 2974,0    | 3038,0    | 83,7          | 88,0      | 92,9      | 110,7        | 97,0      | 100,3     |
| Turska                  | 3358,7          | 3427,0    | 3482,0    | 95,3          | 98,0      | 99,0      | 90,7         | 98,0      | 103,1     |
| UAE                     | 3198,0          | 3099,0    | 3138,0    | 100,3         | 103,0     | 103,9     | 95,3         | 83,0      | 83,5      |
| <b>EVROPA</b>           |                 |           |           |               |           |           |              |           |           |
| Austrija                | 3733,7          | 3710,0    | 3760,0    | 110,3         | 107,0     | 107,1     | 161,3        | 160,0     | 162,7     |
| Belgija                 | 3583,3          | 3717,0    | 3690,3    | 89,3          | 98,0      | 97,0      | 159,7        | 164,0     | 163,7     |
| Bosna i Hercegovina     | 2761,7          | 3037,0    | 3083,7    | 71,0          | 87,0      | 88,1      | 58,7         | 69,0      | 73,4      |
| Bugarska                | 2800,7          | 2770,0    | 2761,0    | 86,0          | 79,0      | 76,8      | 93,3         | 98,0      | 98,5      |
| Češka                   |                 |           |           |               |           |           |              |           |           |
| Republika               | 3118,3          | 3353,0    | 3316,7    | 91,3          | 95,0      | 95,6      | 114,7        | 121,0     | 134,5     |
| Hrvatska                | 2770,7          | 2949,0    | 2986,7    | 73,0          | 76,0      | 78,5      | 88,7         | 99,0      | 107,4     |
| Danska                  | 3408,7          | 3397,0    | 3397,3    | 109,3         | 108,0     | 110,8     | 139,3        | 136,0     | 135,8     |
| Francuska               | 3633,7          | 3585,0    | 3553,0    | 118,3         | 115,0     | 113,0     | 169,3        | 165,0     | 163,9     |
| Nemačka                 | 3474,0          | 3505,0    | 3530,0    | 98,7          | 99,0      | 99,4      | 144,3        | 142,0     | 142,8     |
| Grčka                   | 3688,0          | 3697,0    | 3700,0    | 116,3         | 117,0     | 118,1     | 149,3        | 146,0     | 150,0     |
| Mađarska                | 3470,7          | 3416,0    | 3438,3    | 95,3          | 90,0      | 89,1      | 146,0        | 144,0     | 148,1     |
| Italija                 | 3689,7          | 3685,0    | 3656,7    | 114,0         | 113,0     | 111,9     | 157,7        | 158,0     | 158,2     |
| Holandija               | 3354,0          | 3211,0    | 3242,7    | 109,0         | 103,0     | 105,0     | 145,0        | 134,0     | 136,4     |
| Poljska                 | 3375,3          | 3372,0    | 3397,3    | 99,0          | 100,0     | 101,2     | 112,0        | 113,0     | 113,6     |
| Rumunija                | 3413,7          | 3453,0    | 3510,3    | 104,0         | 109,0     | 110,9     | 95,7         | 103,0     | 109,1     |
| Rusija                  | 3000,0          | 3159,0    | 3271,7    | 88,7          | 93,0      | 97,4      | 80,3         | 87,0      | 91,5      |
| Srbija                  | 2660,0          | ...       | 2729,0    | 75,7          | ...       | 74,6      | 117,0        | ...       | 119,7     |
| Slovenija               | 3014,7          | 3171,0    | 3220,3    | 103,7         | 100,0     | 101,4     | 108,0        | 121,0     | 121,1     |
| Španija                 | 3363,3          | 3333,0    | 3270,7    | 111,3         | 110,0     | 108,4     | 150,7        | 151,0     | 150,8     |
| Švedska                 | 3135,0          | 3115,0    | 3116,0    | 104,3         | 107,0     | 106,7     | 124,0        | 123,0     | 123,4     |
| Makedonija              | 2639,3          | 2888,0    | 2982,7    | 70,3          | 74,0      | 75,8      | 80,0         | 102,0     | 114,3     |
| Velika Britanija        | 3397,0          | 3433,0    | 3442,0    | 101,0         | 104,0     | 104,2     | 141,3        | 137,0     | 144,8     |
| <b>OKEANIJA</b>         |                 |           |           |               |           |           |              |           |           |
| Australija              | 3090,0          | 3113,0    | 3186,0    | 104,0         | 105,0     | 106,4     | 135,7        | 136,0     | 143,0     |
| Novi Zeland             | 3220,3          | 3148,0    | 3150,3    | 97,7          | 93,0      | 93,6      | 113,3        | 116,0     | 119,1     |

Izvor: FAO - Food and Agriculture Organization of the United Nations, Rome.

### **8.2. Potrošnja masti**

Pored belančevina, važno mesto u ishrani pripada i mastima. U našoj ishrani masti predstavljaju dragocen izvor telesne toplote i energije. Izvesne masti su nosioci vitamina koji su u njima rastvorljivi, kao „A“, „D“, „E“ i „K“. Prema shvatanju nutricionista, ukupne masnoće u ljudskoj ishrani treba da iznose 25%-35% energetske vrednosti dnevnog obroka, tj. od 80 do 120 grama.

Prosečna dnevna potrošnja masti po članu domaćinstva u Republici Srbiji u periodu 2003-2011. godine iznosila je oko 108 grama (*tabela 15*). Struktura ukupne potrošnje masti ukazuje da 35,0% čine masti biljnog porekla, a 65,0% masti životinjskog porekla. Najveći deo masti životinjskog porekla čine masti iz mesa, zatim masti iz mleka, masnoće životinjskog porekla i dr. Najveći deo masti biljnog porekla čine masti iz masnoća, zatim iz žita itd.

Prosečna potrošnja masti po stanovniku u svetu u periodu 2000-2002. godine iznosila je oko 77 grama, a u periodu 2005-2007. godine oko 79 grama (*tabela 16*). Najveću potrošnju masti u svetu ima Francuska, gde iznosi 163,9 grama. Iza nje neznatno zaostaju Belgija (163,7 grama) i Austrija (162,7 grama). Najmanju potrošnju masti imaju potrošači u Somaliji i ona iznosi 20,7 grama. Ispred Somalije nalaze se Egipat i Indija ( 52,9 grama odnosno 47,7 grama).

### **ZAKLJUČAK**

U posmatranom periodu, kada je u pitanju dostignuti nivo životnog stan-

darda i lične potrošnje, može se reći sledeće:

- Analiza je pokazala da između domaćinstava gradskog i domaćinstava ostalog područja ne postoje razlike samo u visini raspoloživih sredstava domaćinstava već i u pogledu strukture sredstava za ličnu potrošnju prema izvorima. Kod domaćinstava ostalog područja (seoska i mešovita domaćinstva) učešće vrednosti naturalne potrošnje je oko 17,0% a kod domaćinstava gradskog područja oko 2,0%. Obim i struktura lične potrošnje seoskih domaćinstava prvenstveno zavisi od mogućnosti vlastite proizvodnje a nepoljoprivrednih domaćinstava od visine prihoda iz radnog odnosa. Mešovita domaćinstva, ostvarivanjem dohotka iz dva izvora, na sopstvenom gazdinstvu i redovnim radom van gazdinstva, unapređuju svoj materijalni položaj i životni standard.
- U periodu 2007-2011. godine u strukturi raspoloživih sredstava Republike Srbije uočava se smanjenje prihoda od imovine (sa 2,4% u 2007. godini na 1,3% u 2011. godini). Takođe, uočava se smanjenje potrošačkih i investicionih kredita (sa 3,2% u 2007. godini na 2,1% u 2011. godini). Istovremeno, penzije i prihodi od poljoprivrede povećavaju svoje učešće u ukupnim raspoloživim sredstvima.
- Kada je u pitanju struktura lične potrošnje u posmatranom periodu

treba reći da su izdaci za ishranu (uključujući naturalnu potrošnju) povećavali svoje učešće (od 40,3% u 2007. godini na 42,9% u 2011. godini). Takođe su povećani izdaci za stanovanje, vodu, struju, gas i druga goriva. (sa 14,7% u 2007. godini na 15,6%) u 2011. godini. Kada je reč o rashodima domaćinstava, veliki izdaci za ishranu smanjivali su mogućnost za raznovrsniju potrošnju, tj za izdatke za druge proizvode i usluge. Najviše se troši na ishranu, na plaćanje režijskih troškova stanovanja ali se zato manje kupuje odeća i obuća, manje se troši na obrazovanje, kulturu i raznodu itd. Upravo ovakva struktura rashoda govori o nezavidnom materijalnom položaju većine porodica. Jer, čim na ishranu odlazi više od 30,0%, porodičnih prihoda teško je govoriti o zavidnom nivou životnog standarda. Krajem osamdesetih godina, kod nas je na ishranu odlazilo tek 32,0% porodičnih prihoda. Od tada je životni standard prošao kroz različite faze-sadašnja statistička slika pokazuje da je bolje nego što je bilo 1993. godine (u vreme hiperinflacije, na ishranu je tada odlazilo 54,0% sredstava iz porodičnog budžeta) ali i da nije tako dobro kao što je bilo krajem osamdesetih godina.

- Ukupnim raspoloživim sredstvima kojima je domaćinstvo raspolagalo pokrivalo je minimalnu potrošačku korpu 1,89 puta a pro-

sečnu 0,93 puta. U 2011. godini prosečno domaćinstvo u Republici Srbiji iz ukupnih upotrebljenih sredstava izdvajalo je 36,2% za kupovinu prehrambenih proizvoda i time pokrivalo 63,0% minimalnih potreba za hranom odnosno 31,0% prosečnih potreba.

- Struktura potrošnje belančevina, prema izvorima, pokazuje veću potrošnju belančevina biljnog porekla (oko 54%) u odnosu na belančevine životinjskog porekla. Nutricionisti smatraju da je idealan odnos 55% : 45% u korist proteina životinjskog porekla.
- Struktura ukupne potrošnje masti pokazuje da se potrošnja masti životinjskog porekla kreće oko 65%. Prema preporukama nutricionista, potreban je minimalan unos masnoća životinjskog porekla, svega oko 10% u strukturi ukupnih masnoća, zbog toga što se teško vare i što njihovo prekomerno konzumiranje dovodi do oštećenja kardiovaskularnog sistema, odnosno do pojave holesterola.

### LITERATURA

- Republički zavod za statistiku 2012. Statistika potrošnje domaćinstava: Bilten „Anketa o potrošnji domaćinstava“ broj 555, 2012.  
[http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/00/84/63/SB\\_555 Anketa o potrošnji domacinstava\\_2011.pdf](http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/00/84/63/SB_555%20Anketa%20o%20potrošnji%20domacinstava_2011.pdf)

- Republički zavod za statistiku 2013. Odsek za vremenske serije i analize: „Trendovi – mart 2013”.  
[http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/00/99/15/Trendovi mart 2013 Sajt.pdf](http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/00/99/15/Trendovi%20mart%202013%20Sajt.pdf)
- Republički zavod za statistiku 2013. Statistika zaposlenosti i zarada: „Zaposleni kod pravnih lica u Republici Srbiji prema visini zarade i stepenu stručne sprema”, Saopštenje (ZP 12) broj 12, . 01.2013.  
<http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/00/91/02/zp12012013.pdf>
- Republički zavod za statistiku 2012. „Statistički godišnjak 2012”.  
<http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PublicationView.aspx?pKey=41&pubType=1>
- Ministarstvo spoljne i unutrašnje trgovine i telekomunikacija 2013. „Potrošačka korpa”. 01.2013. [http://razvoj.mtt.gov.rs/download/potrosacka-korpa/potrosacka korpa 01\\_2013.pdf](http://razvoj.mtt.gov.rs/download/potrosacka-korpa/potrosacka%20korpa%2001_2013.pdf)
- Mladenović, D. 2008. „Ekonomska statistika“ Ekonomski fakultet u Beogradu, str. 365-372.
- Statistični urad Republike Slovenije 2012. „Statistični letopis 2012”.  
<http://www.stat.si/letopis/LetopisVsebine.aspx?poglavlje=14&lang=si&leto=2012>
- Državni zavod za statistiku Hrvatske 2012.” Statistični letopis 2012”.  
<http://www.dzs.hr/>
- Državen zavod za statistika Makedonija 2012. „Statistički godišnik na Republika Makedonija 2012”.  
[http://www.stat.gov.mk/PrikaziPublikacija\\_1.aspx?rbr=338](http://www.stat.gov.mk/PrikaziPublikacija_1.aspx?rbr=338)
- Zavod za statistiku Crne Gore 2012. „Statistički godišnjak Crne Gore 2012”.  
[http://www.monstat.org/userfiles/file/publikacije/godisnjak%2012/7\\_12/GODISNJAK%202012](http://www.monstat.org/userfiles/file/publikacije/godisnjak%202012/7_12/GODISNJAK%202012.pdf)
- Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine 2007. „Anketa o potrošnji domaćinstava u BiH 2007”.  
[http://www.bhas.ba/?option=com\\_content&view=article&id=113=ba](http://www.bhas.ba/?option=com_content&view=article&id=113=ba)
- FAO - Food and Agriculture Organization of the United Nations (Food balance sheets, 02. 2013). <http://faostat.fao.org/site/368/DesktopDefault.aspx?PageID=368#ancor>
- Eurostat 2012. „Eurostat yearbook 2012.”  
[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Europe\\_in\\_figures\\_](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Europe_in_figures_)

Dr Milan ŠOJIC<sup>1</sup>

# Osamdeset i pet godina ekonomskih i monetarnih istraživanja u Narodnoj banci Srbije

U ovoj godini je jubilarna, 85. godišnjica, istraživačke aktivnosti u Narodnoj banci Srbije. Ekonomska i monetarna istraživanja Narodne banke Jugoslavije/Srbije, pod različitim nazivima organizacionog dela za istraživanja i analize, sa malim prekidima, postoje od 1928. godine.

Sada je delatnost istraživanja organizovana u Direktoratu za ekonomska istraživanja i statistiku NBS i pod direktnom je nadležnošću guvernera NBS. Direktorat danas predstavlja značajnu istraživačku organizaciju, s obzirom da se u njemu obavljaju brojni istraživački i analitički poslovi. Formirana je obimna i značajna zbirka teorijsko-metodoloških, studijsko-analitičkih radova i statistička baza podataka i materijala iz monetarne, fiskalne i drugih makroekonomskih oblasti.

Odeljenje za ekonomska izučavanja je osnovano početkom 1928. godine, u okviru Narodne banke Kraljevine Srba, Hrvata i Slovenaca sa ciljem da «...s

jedne strane, pruži upravi potrebne podatke i informacije o raznim privrednim pitanjima, a s druge strane da privrednu statistiku naše države dopuni statističkim materijalom za kojim se već duže vremena osećala potreba<sup>2</sup>.

U Odeljenju za ekonomska izučavanja Narodne banke Kraljevine SHS, organizovana je izrada publikacija, statistika i indikatori o: stanju kreditnog tržišta; kretanjima svih važnijih cena, praćena su i analizirana kretanja štednje, pripremane su redovne publikacije Narodne banke, itd.

Svakako da početne elemente istraživanja novca i finansija u slobodnoj Srbiji nalazimo odmah posle osnivanja Privilegovane Narodne banke Kraljevine Srbije 1883. godini, odnosno nakon početka njenog redovnog poslovanja od 2. jula 1884. godine. Osnivanje *Privilegovane Narodne banke Kraljevine Srbije* u 1883. godini i prvo kovanje novca u 1214. godini za vreme vladavine Stefana Prvovenčanog su,

---

<sup>1</sup> Narodna banka Srbije- Direktorat za ekonomske analize i statistiku.

<sup>2</sup> Monografija Narodne banke 1884-1934, str. 258.



prema našoj oceni, posebno važne godine u dugoj istoriji srpskih finansija.

U izveštajima na početku rada Privilegovane Narodne banke Kraljevine Srbije publikovani su bilansi („Računi izravnjanja“). Tako je Privilegovana Narodna banka Kraljevine Srbije u 1885. godini pripremila i štampala Godišnji izveštaj za 1884. godinu, gde je pored detaljnog prikaza aktivnosti banke, dat i „račun izravnjanja“ (bilans) na dan 31. decembar 1884. godine, sa elementima koji mogu indikovati prve račune novčanih tokova u Kraljevini Srbiji. Taj Godišnji izveštaj NBS iz 1884. godine je štampan u štampariji Napredne stranke i bio je na dnevnom redu prvog redovnog zbora akcionara Narodne banke održanom na dan 29. marta 1885. godine. Karakteristično je da je bazična kamatna stopa (eskontna stopa) Privilegovane Narodne banke, na početku njenog rada od jula do oktobra 1884. godine, bila relativno niska i stabilna i kretala na godišnjem nivou od 5,5%, a lombardna stopa 6,5%, dok su tržišne kamatne stope bile iznad tog nivoa.

Nakon Prvog svetskog rata, na osnovu Zakona o Narodnoj banci, 26. januara 1920. godine je osnovana Narodna banka Kraljevine Srba, Hrvata i Slovenaca, koja je predstavljala kontinuitet Privilegovane Narodne banke Kraljevine Srbije. Narodna banka je već tada raspolagala sa brojnim najznačajnijim podacima o privredi Kraljevine SHS, kasnije Kraljevine Jugoslavije, kao i kretanjima na međunarodnim berzama i u privredama najznačajnijih zemalja Evrope, Amerike i drugih zemalja.

Počev od 1929. godine, Narodna banka je u svojim tromesečnim biltenima objavljivala pregled opšte ekonomske aktivnosti i privredne konjunktura, pregled poslovanja Narodne banke, analize i podatke o značajnijim kretanjima na novčanom tržištu, berzama, bankarstvu, realnom sektoru privrede (poljoprivredi, industriji, saobraćaju, stečajevima i prinudnim poravnanjima, nezaposlenosti i dr), spoljnoj trgovini, cenama, državnim finansijama, privrednom zakonodavstvu, itd.

Počev od 1931. godine i zakonski je bilo propisano kao obaveza Narodne banke da prati gorenavedena kretanja na domaćem novčanom tržištu, cene, opšte stanje u privredi, kao i druga najznačajnija kretanja u oblasti finansija i međunarodnog okruženja, u čemu je najznačajnije učešće imalo Odeljenje za ekonomska izučavanja Narodne banke. Rezultati analiza i istraživanja su publikovani u biltenima Narodne banke na engleskom i francuskom, a od 1931. godine i na srpskom jeziku.

Pored toga, Odeljenje za ekonomska izučavanja objavljivalo je mesečne preglede privredne statistike Kraljevine Jugoslavije. Objavljivani su dva puta mesečno i tzv. „dnevni bilteni“ sa pregledom odabrane ekonomsko-finansijske literature i pregledima domaće i strane privredne štampe. U tom periodu, Odeljenju za ekonomska izučavanja pripadala je i biblioteka Narodne banke, koja je sadržala, a i danas sadrži važnija dela iz ekonomsko-finansijske i druge literature na srpskom jeziku i stranim jezicima.



Posle Drugog svetskog rata, počev od 15. januara 1946. godine, izmenjen je naziv naše centralne banke u Narodnu banku Federativne Narodne Republike Jugoslavije, a zatim 1963. godine u Narodnu banku Jugoslavije.

Istraživačka i analitičko-statistička aktivnost u Narodnoj banci je, počev od 1947. godine, nastavljena najpre u okviru Direkcije za planiranje i statistiku, zatim od 30. decembra 1966. godine u okviru Odeljenja za analize, a od 19. januara 1970. godine u Analitičkom odeljenju (najpre u okviru Sektora kreditno-analitičkih poslova), a od 1. oktobra 1974. godine kao samostalnog Analitičkog odeljenja. Od 15. novembra 1978. godine, istraživački i analitički poslovi su nastavljani u okviru samostalnog organizacionog dela - Centra za istraživanja Narodne banke Jugoslavije, a zatim (počev od jula 2003. godine) u okviru Narodne banke Srbije. Nakon toga je istraživačka aktivnost obavljana u posebnom Sektoru za ekonomska istraživanja, zatim Sektoru za monetarne analize i statistiku i najzad, počev od 26. decembra 2012. godine u Direktoratu za ekonomske analize i statistiku.

Poseban doprinos razvoju istraživanja u domenu novca i finansija u okviru istraživačkog dela Narodne banke, dao je dr Dimitrije Dimitrijević, čiji je bio dugogodišnji rukovodilac, zatim dr Vladimir Dragomanić, a od prve polovine 1989. godine mr Jovan Petrović. Sada Direktoratom za ekonomska istraživanja i statistiku NBS rukovodi generalni direktor Branko Hinić.

Direktorat za ekonomska istraživanja i statistiku NBS je znatno stručno ojačan i ima šest odeljenja, koja se bave monetarnom strategijom i politikom; tekućim monetarnim i makroekonomskim kretanjima; platnim bilansom Srbije; međunarodnom investicionom pozicijom; projekcijama osnovnih ekonomskih tokova; pripremanjem godišnjih i tromesečnih izveštaja i monetarnom statistikom NBS.

Zadaci Direktorata za ekonomska istraživanja i statistiku NBS su, pod rukovodstvom guvernera, u 2012. i 2013. godini znatno prošireni, sa posebnim naglaskom na istraživanja fenomena vezanih za ostvarivanje ključnih zakonski i programski definisanih ciljeva NBS. To se pre svega odnosi na: učestvovanje u pripremi predloga mera vezanih za monetarnu strategiju i politiku, kao i u oceni njihovih efekata na ostvarivanje osnovnih ciljeva Narodne banke Srbije; analizu transmissionog mehanizma i sprovođenja monetarne strategije i politike, kao i efekata mera ekonomske politike Vlade Srbije; dinamičku i strukturnu analizu kretanja u realnom sektoru privrede; istraživanja i analize vezane za kretanje opšteg nivoa cena, odnosno inflacije i inflacionih očekivanja; održavanje stabilnosti i očuvanja zdravlja domaćeg finansijskog sistema; analizu platnobilansne pozicije Republike Srbije i naše investicione pozicije; ekonometrijske analize i prognoze ključnih monetarno-kreditnih i tokova u realnom sektoru privređivanja; analize održivosti javnog duga i spoljne zaduženosti Republike Srbije; analize

deviznih tokova i deviznih kurseva u odnosu na evro i druge ključne konvertibilne valute; komparativne analize promena na domaćim i međunarodnim finansijskim i robnim berzama i tržištima; analize domaćih kamatnih stopa i repernih kamatnih stopa u EU i na svetskim finansijskim tržištima; analize fiskalnih bilansa i realizaciji fiskalne strategije Vlade Republike Srbije; analize promena monetarne restriktivnosti u nas i u drugim zemljama; izrada kompozitnih indikatora ekonomske aktivnosti u realnom sektoru privređivanja; saradnju sa međunarodnim organizacijama i institucijama (Evropskom unijom-Evrostatom, MMF, BIS i dr.); monetarne i ekonomske promene u zemljama Evropske unije i Evrozone, drugim razvijenim zemljama tržišne privrede i zemljama u tranziciji; saradnju sa mrežom centralnih banaka vezano za monetarnu i centralno-bankarsku istoriju; saradnja na IPA-projektu EU; zatim na objedinjavanju statističkih istraživanja Narodne banke Srbije i istraživanja u oblasti monetarne i finansijske statistike i na diseminaciji statističkih informacija; na saradnju sa drugim proizvođačima zvanične statistike i međunarodnim institucijama; zatim na pripremanje mišljenja na nacрте zakona i drugih propisa koji se odnose na ostvarivanje ciljeva i funkcija Narodne banke Srbije, kao i na učešće u izradi predloga zakonskih i drugih propisa; publikovanje istraživačkih radova; podsticanje naučnoistraživačkog rada u oblastima monetarne ekonomije; davanje guver-

neru NBS i viceguvernerima saveta i predloga u vezi s relevantnim makroekonomskim pitanjima, kao i drugim pitanjima značajnim za sprovođenje politika iz nadležnosti Narodne banke Srbije; saradnja s državnim organima, bankama i drugim institucijama na poslovima iz delokruga direktorata, saradnja s republičkim i međunarodnim institucijama, kao i drugim domaćim i stranim naučnoistraživačkim organizacijama, u okviru delokruga direktorata. Direktorata sarađuje u organizaciji istraživačkih seminara u okviru NBS, gde po pozivu dolaze istaknuti istraživači i profesori iz evropskih i drugih zemalja. Posebna pažnja je posvećena neprestanom usavršavanju kadrova u zemlji, a delom i u inostranim centralnim bankama i međunarodnim finansijskim organizacijama i institucijama.

### Literatura:

1. „Privilegovana Narodna banka Kraljevine Srbije“, - *Godišnji izveštaj za 1884. godinu*, Beograd 29. marta 1885. godine
2. *Narodna banka 1884-1934*, Zavod za izradu novčanica, Topčider, 1935
3. „Narodna banka 1884-2004“, autori Veroljub Dugalić i grupa autora, *Jugoslovenski pregled*, Beograd, 2004.
4. *Privilegovana Narodna banka Kraljevine Srbije i Narodne banke Kraljevine SHS*, 1920. godine – Bilansi 1914-1920

- |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>5. Dr Dimitrije Dimitrijević: <i>Monetarna analiza-novac i kredit u savremenim privredama</i>, Niš 1981. godine</p> <p>6. <i>Godišnji izveštaji</i> Narodne banke Kraljevine SHS, Narodne banke Kraljevine Jugoslavije, Narodne banke FNRJ, Narodne banke Jugoslavije i Narodne banke Srbije</p> <p>7. <i>Zakon o Narodnoj banci</i></p> | <p>8. Statuti Narodne banke</p> <p>9. <i>Bilteni Narodne banke</i></p> <p>10. Bojan Radovanović: <i>110 godina Narodne banke</i> - Zavod za izradu novčanica, Beograd 1998.</p> |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Deni RODRIK

## **„PARADOKS GLOBALIZACIJE: ZAŠTO SVETSKO TRŽIŠTE, DRŽAVE I DEMOKRATIJA NE IDU ZAJEDNO“<sup>1</sup>**

Beograd, Službeni glasnik, 2013.

Postojeći koncept globalne privrede i postkrizno preispitivanje ekonomsko-političkog ustrojstva sveta već duži period predstavlja top temu oko koje se vode svetske rasprave. U ovu nimalo jednostavnu raspravu uključuje se i Deni Rodrik (Dani Rodrik), profesor međunarodne političke ekonomije na Univerzitetu Harvard, svojom studijom „Paradoks globalizacije: Zašto svetsko tržište, države i demokratija ne idu zajedno“ u kojoj daje celovitu analizu globalne ekonomije – posebno važnu za funkcionisanje našeg ekonomskog sistema, upravo u vreme kada se on reformiše.

Sagledavajući izabranu temu uz pomoć objektivnog pristupa i uz konsultovanje savremene literature, Deni Rodrik, jedan od najoriginalnijih i najinovativnijih svetskih stručnjaka, uspeo je da današnjim čitaocima protumači i približi fenomen svetske privrede, te njegove osnovne sadržaje i specifičnosti, mnogo više nego što su to uspevale da postignu ranije objavljivane knjige na tu temu.

Značaj studije proističe iz naučne aktuelnosti problema kojim se bavi<sup>2</sup>, ali i iz potrebe da se u društvenim naukama unapredi teorijsko-analitički pristup

---

<sup>1</sup> Naslov originala: Dani Rodrik „The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Democracy“, W.W. Norton, New York and London, 2011.

<sup>2</sup> Finansijsko-ekonomska kriza koja godinama traje (negde od kraja 2007. godine i početka 2008.) očito da ne gubi dah. Naprotiv, najnovija kretanja u Evrozoni u vezi sa krizom dugova Grčke i još nekih zemalja, kao da ne mogu biti gora. Valja navesti da su ona takva da realno prete obaranjem postojećih valutnih sistema. Otuda ne čudi što je potreba za izučavanjem globalnih finansija sve izraženija, složenija, dinamičnija i uzbudljivija a njena analiza sve teža. Stvarnost je takva da nedostaju domaće i globalne strategije koje su potrebne da bi se upravljalo poremećajima koje donosi globalizacija. Kao rezultat, rizikuje se da društveni troškovi trgovine prevagnu nad uskim ekonomskim koristima i izazovu još goru reakciju globalizacije.

razumevanja problematike preplitanja demokratije, nacionalnog samoodređenja i potpune globalizacije i time doprinese i boljem razumevanju savremenih društvenih procesa.

Cilj studije jeste razjašnjenje čestog ili obmanjujućeg shvatanja da Ahilova peta globalne privrede nije nedostatak međunarodne kooperacije. To je, prema Rodriku, neuspeh da se prepoznaju pune implikacije jednostavne ideje: doseg svetskih tržišta mora biti ograničen okvirom njihovog (uglavnom nacionalnog) upravljanja. Pod uslovom da su saobraćajni propisi dobri, svetska privreda može sasvim dobro da funkcioniše s nacionalnim državama na vozačkom mestu.

Fokus knjige je na četiri ključna područja u kojima su izazovi međunarodne ekonomije koncentrisani. Autor počinje s primenom sopstvenih principa<sup>3</sup> na svetski trgovinski režim i pokazuje kako se oni značajno razlikuju od onih koje su trgovinski pregovarači sledili poslednjih godina.

Zatim se okreće globalnim finansijama i predlaže pristup koji bi omogućio različitim nacionalnim regulatorima da koegzistiraju rame uz rame, a da pritom jedan drugog ne potkopavaju. Treća oblast jeste migracija radne snage, fenomen u kojem se u ovoj knjizi nije mnogo ravnopravno bavilo, ali koji može da generiše značajne koristi ako se njime pravilno upravlja. Konačno, profesor Rodrik se okreće pitanju za koje je verovatno da će proizvesti najvažniju glavobolju za svetsku privredu u godinama neposredno ispred nas: Kako da smestimo Kinu u globalnu privredu?

Autor efektno pokazuje kako, kada zemlje na periferiji globalnog sistema, kao što su Tajland i Indonezija, savlada kriza, krivimo za njihove neuspehe i njihovu nesposobnost da se prilagode rigoroznosti sistema. Dalje, kada zemlje u centru budu zahvaćene na sličan način, krivimo sistem i kažemo da je vreme da ga popravimo. Velika finansijska kriza iz 2008. godine, koja je oborila Volstrit i ponizila Sjedinjene Američke Države skupa s drugim

---

<sup>3</sup> Profesor Rodrik predstavlja sedam vodećih principa globalnog ekonomskog upravljanja. Principi predstavljaju temelj koji će dobro služiti svetskoj privredi u budućnosti. Navešćemo ih: prvi, „Tržišta moraju biti duboko ugrađena u sisteme upravljanja“, drugi, „Demokratska vlast i političke zajednice organizovane su uglavnom u okviru nacionalnih država, i tako će verovatno ostati u doglednoj budućnosti“, treći, „Ne postoji 'jedan put' do blagostanja“, četvrti, „Zemlje imaju pravo da zaštite svoje socijalne aranžmane, propise i institucije“, peti, „Zemlje nemaju pravo da nametnu svoje institucije drugima“, šesti, „Svrha međunarodnih ekonomskih aranžmana mora biti propisivanje saobraćajnih pravila za upravljanje međusklopom između nacionalnih institucija“ i sedmi „Nedemokratske zemlje ne mogu da računaju na ista prava i povlastice u međunarodnom ekonomskom poretku kao demokratije.“ Detalje o navedenim principima videti u: Deni Rodrik, „Paradoks globalizacije: Zašto svetsko tržište, države i demokratija ne idu zajedno“, Beograd, Službeni glasnik, 2013, str: 199 – 207.

velikim industrijskim zemljama, već je došla u eri novootkrivenog reformskog žara. To je podstaklo ozbiljna pitanja o održivosti globalnog kapitalizma, makar u obliku u kojem smo ga iskusili u poslednjih četvrt veka.

Šta je moglo da spreči finansijsku krizu? Da li je problem ležao u beskrupuloznim kreditorima hipoteka? Rasipničkim dužnicima? Lošoj praksi agencija za kredini rejting? Previsokom leveridžu finansijskih institucija? Globalnoj prezasićenosti štednjom? Suviše labavoj monetarnoj politici Federalnih rezervi? Državnim garancijama za „Fani Mej“ i „Fredija Meka“? Spasavanju „Ber Sternsa“ i AIG-a od strane Ministarstva finansija SAD? Odbijanju Ministarstva SAD da finansijski pomogne „Leman bradersu“? Pohlepi? Moralnom hazardu? Premalo regulacije? Previše regulacije? Rasprava o tim pitanjima i dalje žestoko traje, i bez sumnje će trajati još dugo.

Napomena studije je da se fenomen globalne privrede ne može тумачити na jednoznačan način: njegova složenost zahteva mnogostruke analize ukoliko postoji namera da se rasvetle uobičajeno nejasna i nerazumljiva zbivanja.

Polazna Rodrikova pozicija jeste kolaps globalizacije koju je svet već jednom video. Doba zlatnog standarda – sa svojom slobodnom trgovinom i slobodnim kretanjem kapitala – došlo je do naglog kraja 1914. godine, i nije

moglo da se oživi nakon Drugog svet-skog rata. Otuda ključno pitanje u knjizi: „Da li bismo mogli da budemo svedoci sličnog globalnog privrednog sloma u godinama koje dolaze?“, nije nerearno. Iako je ekonomska globalizacija omogućila neviđene nivoe napretka u razvijenim zemljama, te bila blagodat za stotine miliona siromašnih radnika u Kini i drugde u Aziji, autorovo je stanovište da ona počiva na klimavim nogama. Za razliku od nacionalnih tržišta, kojima domaće regulatorne i političke institucije obično pružaju oslonac, globalna tržišta su tek samo „slabo uklopljena“. Ne postoji globalna antitrustovska uprava, nema globalnog zajmodavca u poslednjoj instanci, globalnog regulatornog tela, globalne sigurnosne mreže, a naravno, ni globalne demokratije. Dru-gim rečima, globalna tržišta pate od slabog upravljanja, te su stoga sklona nestabilnosti, neefikasnosti i slabom javnom legitimitetu.

Važan nalaz studije je da upravo ova neravnoteža između nacionalne kompetencije vlade i globalne prirode tržišta predstavlja slabu tačku globalizacije. Zdrav globalni ekonomski sistem zahteva delikatni kompromis između ta dva. Ovaj svoj stav autor temeljno obrazlaže i argumentovano i polemički brani: „Date preveliku moć vladama, i imate protekcionizam i autarkiju. Date tržištima previše slobode, i imate nestabilnu svetsku privredu, s malo društvene i političke podrške od strane onih kojima je to trebalo da pomogne“.

Knjiga je bogata istorijskim opservacijama. Posebnu pažnju autor posvećuje bretonvudskom kompromisu<sup>4</sup> koji je upravljao tokom prve tri decenije nakon 1945. godine. Bretonvudski režim bio je plitak multilateralizam, koji je dozvoljavao kreatorima politike da se usredsrede na domaće socijalne potrebe i zapošljavanje, a istovremeno omogućavao oporavak i procvat globalne trgovine. Genijalnost ovog sistema bila je u tome što je postigao ravnotežu koja je prilično dobro služila brojnim ciljevima. Neka od najstrožih ograničenja trgovinskih tokova bila su uklonjena, istovremeno omogućavajući vladama da vode svoje nezavisne ekonomske politike i izgrade svoje željene verzije država blagostanja. Zemljama u razvoju, s druge strane, bilo je dopušteno da slede sopstvene strategije rasta, uz manja spoljna ograničenja. Međunarodni tokovi kapitala ostali su i dalje čvrsto ograničeni. Bretonvudski kompromis bio je spektakularni uspeh: industrijske zemlje su se oporavile i postale uspešne, dok je većina zemalja u razvoju doživela neviđene nivoe ekonomskog rasta. Svetska privreda je procvetala, kao nikada pre.

Bretonvudski monetarni režim na kraju se pokazao neodrživim, kako je kapital postajao međunarodno sve mobilniji, a naftni šokovi iz sedamdesetih teško pogodili razvijene privrede. Ovaj režim je osamdesetih i deve-

desetih godina zamenjen ambicioznom agendom ekonomske liberalizacije i duboke integracije – pokušaj da se upostavi ono što se može nazvati hiperglobalizacijom. Trgovinski sporazumi sada su se proširili izvan svog tradicionalnog fokusa na uvozna ograničenja, i posegli ka domaćim politikama; uklonjene su kontrole međunarodnih tržišta kapitala; i zemlje u razvoju su se našle pod velikim pritiskom da otvore svoja tržišta spoljnoj trgovini i investicijama. U stvari, ekonomska globalizacija postala je sama sebi svrha.

U razvijanju posleratnog modela globalizacije izvan njegovih granica, ekonomisti i kreatori politike prevideli su ono u čemu je ležala tajna njegovog izvornog uspeha. Rezultat je bio niz razočaranja. Finansijska globalizacija je na kraju više podstakla nestabilnost nego veće investicije i brži rast. Unutar zemalja, globalizacija je generisala nejednakost i nesigurnost, umesto da je poboljšala situaciju. Bilo je ogromnih uspeha u ovom periodu – posebno u Kini i Indiji. Ali, to su bile zemlje koje nisu odabrale da igraju igru globalizacije po novim, već po bretonvudskim pravilima. Umesto da se bezuslovno otvore međunarodnoj trgovini i finansijama, one su sprovodile mešovite strategije s velikom dozom državne intervencije, kako bi diverifikovale svoje privrede. U

---

<sup>4</sup> Bretonvudski kompromis nazvan je po istoimenom odmaralištu u Nju Hempširu, gde su se američki, britanski i ostali političari iz savezničkih zemalja okupili 1944. godine kako bi osmislili posleratni ekonomski sistem.



međuvremenu, zemlje koje su se držale standardnih recepata – poput onih u Latinskoj Americi – stagnirale su. I tako je globalizacija postala žrtva sopstvenog predašnjeg uspeha.

Glavna teza Rodrikovog dela je da postavljanje našeg ekonomskog sveta na solidnije temelje zahteva bolje razumevanje krhke ravnoteže između tržišta i države. Autor je u knjizi ponudio alternativnu pripovest, zasnovanu na dve jednostavne ideje. Prvo, tržišta i država su komplementi, a ne supstituti. Ako se žele veća i bolja tržišta, mora se imati veća (i bolja) država. Tržišta ne funkcionišu najbolje tamo gde su države najslabije, već tamo gde su jače. Drugo, kapitalizam se ne pojavljuje samo u jednom modelu. Ekonomski prosperitet i stabilnost mogu se postići različitim kombinacijama institucionalnih aranžmana na tržištima rada, finansija, na polju korporativnog upravljanja, društvenog blagostanja i u drugim oblastima. Zemlje će verovatno – što zapravo i imaju pravo da učine – napraviti različite izbore između ovih aranžmana, zavisno od svojih potreba i vrednosti.

Autor skreće pažnju na to da koliko god to banalno zvučalo, ove ideje imaju ogromne implikacije za globalizaciju i za demokratiju, kao i za to koliko se daleko može razvijati jedna u prisustvu druge. „Jednom kada shvatite da tržišta zahtevaju javne institucije vlasti i regulaciju kako bi dobro funkcionisala, prihvaćete da narodi mogu da imaju različite preferencije u vezi s oblikom koji bi ove

institucije i regulative trebalo da imaju, počeli ste da pričate priču koja vas vodi radikalno različitim završecima.“

Važna poenta knjige ogleda se u tzv. Rodrikovoj fundamentalnoj političkoj trilemi svetske ekonomije: „Ne može se istovremeno težiti demokratiji, nacionalnom određenju i ekonomskoj globalizaciji. Ako želimo dalje da razvijemo globalizaciju, moramo da se odrekne- mo ili nacionalne države, ili demokrat- ske politike.“ Dalje, „ako želimo da za- držimo i produbimo demokratiju, mora- mo da izaberemo između nacionalne države i međunarodne ekonomske inte- gracije. A ako želimo da zadržimo naci- onalnu državu i samoodređenje, mora- mo da izaberemo između produbljiva- nja demokratije i produbljivanja globa- lizacije. Naše nevolje imaju svoje kore- ne u našoj nevoljnosti da se suočimo s tim neizbežnim izborima“.

Iako je moguće unaprediti i demo- kratiju i globalizaciju, trilema sugerise da to zahteva stvaranje globalne poli- tičke zajednice koja je daleko ambicio- znija od bilo čega što smo do sada vide- li ili postoji šansa da ćemo uskoro isku- siti. To bi zahtevalo demokratsko stva- ranje globalnih pravila, koje bi bilo po- držano mehanizmima odgovornosti koji daleko prevazilaze ono što trenutno imamo. Demokratska globalna vlada ove vrste predstavlja himeru. Postoji su- više mnogo razlika među nacionalnim državama, tvrdi Rodrik, da bi njihovim potrebama i željama moglo da se udovo- lji u okviru zajedničkih pravila i institu- cija. Kakvu god globalnu vladu budemo

uspeli da formiramo, ona će podržati samo limitiranu verziju ekonomske globalizacije. Velika raznolikost koja obeležava naš današnji svet čini da je hiperglobalizacija nespojiva s demokratijom.

Ova studija sugerise da se moraju načiniti neki izbori. Profesor Rodrik je sasvim jasan u vezi s njegovim izborom: demokratija i nacionalno određenje trebalo bi da budu jači od hiperglobalizacije. *Demokratije imaju pravo da zaštite svoje društvene aranžmane, a kada se to pravo sukobi sa zahtevima globalne ekonomije, potonja je ta koja mora da popusti.*

Moglo bi se pomisliti da bi ovaj princip bio kraj globalizacije. Nije tako. Opisujući i analizirajući ogromno svetsko razvojno iskustvo, a i prateću teoriju koja je dobrim delom na osnovu njege izrasla, Rodrikovo je stanovište da će ponovo osnaživanje nacionalnih demokrtija zapravo postaviti svetsku ekonomiju na sigurnije, zdravije osnove. I u tome leži krajnji paradoks globalizacije. Dajmo reč autoru: „Tanki sloj međunarodnih pravila koji ostavlja značajan manevarski prostor za nacionalne vlade, *bolja* je globalizacija. Ona može da reši globalizacijske boljke i istovremeno očuva svoje značajne ekonomske koristi. Potrebna nam je pametna, a ne maksimalna globalizacija.“

Valja rezimirati provokativan zaključak do kojeg je profesor Rodrik došao u svom istraživanju kada je reč o centralnom pitanju studije koje glasi: ako ne globalno upravljanje, šta onda?

Novi oblici globalnog upravljanja su intrigantni i zaslužuju da se dalje razvijaju, ali se na kraju sukobljavaju sa nekim od osnovnih ograničenja: politički identiteti i veze još uvek se vrte oko nacionalnih država; političke zajednice organizovane su na domaćem, a ne na globalnom nivou; istinski globalne norme pojavile su se samo kod uskog raspona predmeta; i dalje postoje značajne razlike širom sveta oko poželjnih institucionalnih aranžmana. Ovi novi transnacionalni mehanizmi mogu da otupe oštricu nekih spornih pitanja, ali oni nisu zamena za pravu vladu. Nisu dovoljni za podupiranje široke ekonomske globalizacije.

Autor smatra da moramo da prihvatimo stvarnost o podeljenim svetskim državnim uređenjima i donesemo neke teške odluke. Moramo da budemo jasni u vezi s tim gde se završavaju prava i odgovornosti jedne nacije, a počinju tuđa. Ne možemo da izmišljamo ulogu nacionalnih država i nastavimo pod pretpostavkom da smo svedoci rađanja globalne političke zajednice. Moramo da priznamo i prihvatimo ograničenja globalizacije koju podeljena državna uređenja iziskuju. *Obim realistične globalne regulacije ograničava obim poželjne globalizacije.* Hiperglobalizacija ne može da se postigne i ne treba da se pretvaramo da može. Ovakvo stanovište, navodi profesor Rodrik, može da nas dovede do zdravijeg, održivijeg svetskog poretka.

Na kraju, ali ne i poslednje po važnosti, dodaćemo i to da pitanja ko-

ja se prožimaju kada se pročita bilo koja knjiga, članak ili urednički komentar o budućnosti globalizacije, ili sluša bilo koji državnik o toj temi – hoćemo li uspjeti da izmamimo dovoljno međunarodne saradnje od političkih lidera najvećih zemalja, hoćemo li uspjeti u izgradnji struktura globalnog upravljanja koje svetska privreda treba, kako da uverimo obične ljude svetske privrede da je ekonomska globalizacija dobra za njih, a da nije sila nejednakosti i nesigurnosti, šta će se dogoditi globalnoj privredi kako ekonomska moć Sjedinjenih Američkih Država bude opadala, hoće li Kina postati novi globalni hegemon, a ako je tako, kako će to izmeniti međunarodni poredak – prema profesoru Rodriku proizlaze iz pogrešnih premisa: da je hiperglobalizacija poželjna (ili neizbežna) i da bi ponovno osnaživanje nacionalnih država oslobodilo sile koje bi ozbiljno naštetile svetskoj privredi. Autor je u ovoj studiji ispričao drugačiju priču o globalizaciji.

Umesto da se posmatra kao sistem koji zahteva jedan jedini skup institucija ili jednu glavnu ekonomsku supersilu, treba je prihvatiti kao kolekciju različitih zemalja čije su interakcije regulisane tankim slojem jednostavnih, transparentnih i zdravorazumskih saobraćajnih pravila. Ta vizija neće izgraditi put ka „ravnom“ svetu – svetskoj privredi bez granica. Ništa neće. Ono što će učiniti jeste da će omogućiti zdravu, održivu svetsku privredu, koja ostavlja prostora demokratijama da odrede sopstvene budućnosti.

Knjiga zbog kompleksne tematike spada u retka dela i njeno objavljivanje je dragoceno. Rezultati Rodrikovih istraživanja globalizacije su u našoj sredini prekretnica u načinu mišljenja i orijentaciji čitave jedne discipline, jer ne samo da otvaraju, već i nude odgovore na mnoga pitanja koja se do sada nisu postavljala. Delo predstavlja bogat izvor znanja, razmiče granice discipline i podaruje nove i moćne instrumente za sagledavanje istorije globalnih finansija.

Studija je koncipirana kao sistematsko traženje odgovora na mnoge nedoumice u prosuđivanju rezultata političko-ekonomske prakse. Podeljena je na dvanaest mahom nezavisnih pisanih blokova koji su uobličeni kao delovi: „Tržišta i države: globalizacija u ogleдалu istorije“, „Uspen i pad Prve velike globalizacije“, „Zašto svako ne dobija u slučaju slobodne trgovine?“, „Breton Vuds, GATT i STO: Trgovina u politizovanom svetu“, „Ludorije finansijske globalizacije“, „Lisice i ježeви finansija“, „Siromašne zemlje u bogatom svetu“, „Trgovinski fundamentalizam u tropima“, „Politička trilema svetske privrede“, „Da li je globalna uprava izvodljiva? Da li je poželjna?“, „Projektovanje kapitalizma 3.0“ i „Razborita globalizacija“. Studija sadrži Uvod „Nova pripovest o globalizaciji“ i Pogovor „Priča za laku noć za odrasle“. Na kraju knjige navedena je korišćena literatura u istraživanju u kojoj oni koji se zanimaju za određenu oblast mogu naći dopunske informacije. Uz to, postoji indeks

ključnih pojmova i imena, kao podsetnik na pozivane autore i najvažnije teme obrađene u knjizi. Sadržaj ovog opsežnog ogleda (na trista strana) o demokraciji i budućnosti svetske ekonomije organizovan je tako da čitalac lako može odabrati odgovarajuće poglavlje ili odeljak i tako će prostudirati željeni aspekt globalne privrede. Osim odlične tehničke opremljenosti knjige i samog teksta, ukupnom utisku pridonose i napomene koje pored informativnog značaja neretko, pomoću zanimljivih podataka, predstavljaju pravo rasterećenje u trenucima kada strogoća argumentacije i izvođenja iziskuju pojačan čitalački napor.

Iako se bavi krajnje složenom temom, knjiga je pisana pregledno, odmereno, jasno, precizno, izuzetno zanimljivo, čitljivo i tonom koji uveliko odudara od uobičajenog tona akademskih rasprava. To nimalo ne umanjuje njen naučno-stručni nivo. Naprotiv, čini je još boljom. Jezgrovita i zgusnuta analiza složene i stalno promenljive oblasti globalnih finansija skrojena je sa podjednakom pažnjom za krupne društvene tokove i posebnosti koje ova tema nalaže. Studija je od esencijalne važnosti za uzak krug specijalista (koji se bave kako teorijskim promišljanjem, tako i praktičnim ostvarivanjem privrednog razvoja) ali i za široku publiku (studente, ekonomske analitičare, istraživače, menadžere). Ova ciljna publika će u knjizi naći zanimljive smernice koje mogu poslužiti kao dobra osnova za dalja i dublja istraživanja odnosno bolji i efikasniji

rad. Delo je sa svojim zapanjujućim bogatstvom detalja o mnogim temama, britkim interpretacijama i mnoštvom precizno poentiranih primera, zanimljiv i celovit kritički putokaz daljim saznanjima i za neutralnu stručnu javnost. Rečju, ovo je sveobuhvatna studija za svakoga ko želi da razume karakter i dinamiku modernog ekonomskog sveta.

U ovoj nadahnutoj i podsticajnoj knjizi, pored pregledne analize ključnih tema, čitalac se suočava i sa briljantnim analizama specifičnih pitanja za koja i ne sluti da se nalaze u opsegu ove globalne analize i u kojima može da pronađe brojne stavove i konstatacije koje će ga podstaći na dalja razmišljanja. Knjigu, pored navedenog, karakterišu: informativnost, aktuelnost, primena savremenih metodoloških postavki u istraživanju, sistematičan način izlaganja, verno odslikavanje dešavanja na teorijsko-empirijskom polju svetskog ekonomskog sistema kao i edukativna komponenta. Na zavidnom nivou je autorova objektivnost u prezentaciji postojećih mišljenja i stavova u ovoj oblasti, te uravnoteženost istorijskog i savremenog (sveobuhvatnost u prikazivanju složenih istorijskih zbivanja i društvenih procesa sa dobro uspostavljenim odnosom između glavnih istorijskih tokova, njihovih političkih i društvenih subjekata i društveno-ekonomskih uslova i stanja u kojima se odvijaju istorijski procesi). U tom kontekstu, valja naglasiti da delo pokriva i važne događaje koji su doprineli prosperite-

tu i materijalnom blagostanju (kao i one koji su uzroci nerazvijenosti velikih područja u svetu). Posebna pažnja posvećena je ekonomijama ključnim za globalni svetski razvoj.

Knjiga „Paradoks globalizacije: Zašto svetsko tržište, države i demokratija ne idu zajedno“ predstavlja dosad najcelovitiji izraz uvida do kojih je u svojim istraživanjima i promišljanjima Deni Rodrik došao i uspeo da ih tekstualno uobliči do stepena zao-kruženosti koji je taj večni sumnjalica i nesmireni preispitivač ocenio dovoljnim za iznošenje pred sud javnosti. Studija je prvorazredno svedočanstvo o izazovima sa kojima se suočava finansijska globalizacija i o načinima

njihovog prevazilaženja, ali je nužno i knjiga o ekonomistima i njihovim idejama – o pričama koje pričaju sebi i drugima. Ona objašnjava kako su ove priče oblikovale naš svet, kako su gotovo dovele taj svet do kraja i koliko se tih ekonomskih ideja sada može iskoristiti da bi se izgradio bolji globalni ekonomski sistem – onaj koji je konzistentniji s vrednostima i težnjama različitih naroda, ali i otporniji. Do danas, ekonomija je jednim delom bila čudotvorni lek, a drugim nadrilek. Ova knjiga će pomoći čitaocu da prepozna razliku.

**Dr Biljana VITKOVIĆ**

Nataša GOLUBOVIĆ

## **„DRUŠTVENA EKONOMIKA“ Ekonomska aktivnost u društvenom okruženju**

**Ekonomski fakultet u Nišu, Niš, 2011, 321 str.**

Društvena ekonomika (izvorno nem. *Sozialökonomik*) je stara ekonomsko-teorijska disciplina koja ekonomske pojave pokušava da interpretira uz pomoć saznanja iz ukupnog društvenog okruženja a ne samo ekonomskog podsistema velikog društvenog sistema [Stojanović, 1977]. Može se reći da je društvena ekonomika sastavni deo istorije ekonomskih teorija, jer je u knjizi registrovano prvo pominjanje ovog pojma još 1828. godine, od strane Žana Batista Seja. Da ne bi bilo zabune, u naučnoj zajednici je poznata i kao socijalna ekonomija [Murray et al., 1989], a od 1980-ih godina, u jednoj varijanti, i kao socio-ekonomija [Etzioni, 1988; 1998]. Sa inverznim predmetom istraživanja, kao grana sociološke nauke, poznata je i ekonomska sociologija. Delo Maksa Vebera, protagonisti ovih disciplina [Swedberg, 1998], smatraju svojim naučnim izvorom, što ne izne-

nađuje, s obzirom na dubinu i širinu opusa ovog sociologa.

Za razliku od socijalne ekonomije kao nauke, u knjizi Nataše Golubović, društvena ekonomika je prikazana kao istorijski diskurs metodološko-teorijskih pravaca različitih tumačenja društvenih pojava od strane ekonomista. On se razvija: 1) od početnog inkorporiranja društvenog konteksta u ekonomsku analizu (klasična ekonomija), 2) preko njegovog potpunog odstranjivanja (neoklasična ekonomija), 3) do ponovnog povraćaja društvenog u ekonomsku analizu (od 1960-ih). Ceo pređeni put, sa svim važnim protagonistima i teorijskim pravcima i rukavcima, detaljno i iscrpno je opisan u knjizi „Društvena ekonomika“. Takva širina i detaljnost ne iznenađuje, s obzirom na kurs (*Ekonomika javnog izbora*) koji autorka Nataša Golubović vodi na doktorskim studijama Ekonomskog fakulteta u Nišu. I ne samo

za doktorante, već i za sve zainteresovane ekonomiste, knjiga je neiscrpni izvor celokupne dosadašnje ekonomsko-teorijske istorije, i važan podsetnik za zaboravne.

Izbor naziva knjige, ukazuje da predmet istraživanja nije samo socijalna ekonomija kao nauka već ukupni društveni procesi u ekonomskoj analizi. Iz ovako široko postavljenog predmeta proizašao je i veliki napor autorke da savlada temu, realno putujući kroz čitavu istoriju ekonomskih teorija. S obzirom na obuhvatnost teme i zrelost koju je autorka pokazala, moglo bi se reći da se radi o do sada njenom najvažnijem delu, te se knjiga u tom smislu, toplo preporučuje svim ekonomistima, ali i drugim društvenim istraživačima.

Izlaganje je podeljeno u tri poglavlja, čije su teme: 1) Društvena i istorijska komponenta u ekonomskoj teoriji, 2) Metodološke osnove ekonomske analize i 3) Društveno okruženje u kome se odvija sama ekonomska aktivnost. Dakle, teme su ekonomske i tiču se teorija, metodološkog osnova, ali i same društvene stvarnosti. I to na pitanju veza ekonomskog sa društvenim sistemom i istorijom kao iskustvenom osnovom stvarnog života. Kao metodolog, Nataša Golubović je izabrala temu i došla do otkrića teorijsko-metodoloških uzroka odlepljivanja od stvarnosti, ekonomista kao tumača i ekonomije kao društvenog podsistema, sa kojim problemom se borila kompletna plejada ekonomista.

Zato je prvi odeljak u prvom poglavlju bio posvećen svim pojedincima iz te plejade i teorijskim pravcima razmatranja ekonomskih i društvenih pojava. Ona su započela sa razumevanjem za istorijsku i društvenu komponentu, nastavljena sa potpunim isključivanjem društvene stvarnosti iz ekonomske teorije (kada je, paradoksalno, ova nauka postala „krem“ društvenih nauka), da bi se od 1960-ih, začeo proces vraćanja društvene i istorijske komponente u ekonomsku analizu. Ta slava je krunisana uvođenjem ekonomije kao posebne naučne oblasti za koju se dodeljuje Nobelova nagrada.

Protagonisti prvog pravca su iz škole klasične ekonomije 19. veka (Smit, Rikardo, Mil, Džeremi Bentam), Marksovog učenja i istorijske škole (Viljem Rošer, Karl Knis, Gustav Šmoler). Smatra se da je to prva velika podela u ekonomskoj misli, poznata kao **raskol između induktivnog i deduktivnog metoda** ekonomske analize. Ona će ostati tema do današnjih dana. A zasniva se na pretpostavkama da se ekonomske (i društvene) pojave mogu razumeti samo ako se pođe od pojedinca kao osnove analize (induktivni metod), odnosno od društvenog i istorijskog okvira u kome deluje taj pojedinac (deduktivni metod). Ispostaviće se da je to bio početak borbe za „čistu“ nauku koja ekonomiju univerzalizuje do stvarnog obezličavanja.

Drugi raskol, najdublji i najuticajniji, nastaće sa marginalističkom revo-



lucijom (Menger, Robins), koju je najupornije branila austrijska škola (Menger, Vizer, Bem-Baverk, Mizes, Hajek). Ona će se izboriti za dominaciju induktivnog metoda i pojedinca kao centralne tačke ekonomske analize. Sve izvan njega neće postojati (ni društvo, ni istorija), pa ni on sam, jer će njegove ekonomske aktivnosti biti smatrane vanvremenskim. Biće bitni samo njegovi ciljevi, ograničeni resursi i izbor alternativa, na koje on ne može da utiče. Korisnost je ono što on sam nosi, a cene su ono što mu iz društvenog okruženja stiže kao odgovor. Potrebno je samo izgraditi dovoljno preciznu matematičku aparaturu za objašnjenje ekonomskih rezultata takvog izbora.

Sa marginalističkom revolucijom ekonomija se najviše približila „čistoj“ nauci i najviše udaljila od stvarnosti. Uticaj će biti toliko veliki da ni jedna ekonomska škola posle nje neće moći da je ospori. Svaki pokušaj izazivaće opasnost od ekshumacije iz naučne zajednice, pa su se savremeni ekonomisti stalno vraćali svojim induktivnim izvorima.

Zato će pokušaji povratka društvenog i istorijskog u ekonomsku analizu biti obeleženi starim (Veblen, Commons, Mičel) i novim institucionalizmom (Kouz, Nort, Bjukenen, Akerlof, Stigler, Stiglic – sve redom dobitnici Nobelove nagrade). Ekstremni vrh individualizma dostignut je radom Gerija Bekera (takođe laureata), koji je sve društvene pojave pokušao da une-

se u induktivni ekonomski metodološki postupak, prema nekim kritičarima, do nivoa autističkog i tautološkog.

Najozbiljniji pokušaj uključivanja društvenog u ekonomsku analizu utemeljen je radom Vebera i Šumpetera, koji su težili da univerzalizuju društvene nauke u jednu. Međutim, i njihov pokušaj zasnivao se na pojedincu. Ostaće zabeleženo da su oni rodonačelnici društvene ekonomike, koja je srž istraživanja Nataše Golubović i naslov same knjige.

Na kraju se, kao odgovor na nepovoljnu ekonomsku i društvenu stvarnost, pojavila Kejnsova revolucija koja je u analizu unela makroekonomski pristup. Pojavila se na neuspehu nacionalnih ekonomija i marginalističke revolucije da objasni Veliku ekonomsku krizu 1929-1933. Sumnja u samoodrživost kapitalističkog sistema prekinuta je Drugim svetskim ratom, ali je kejnzijanska revolucija nastavila da živi, bez obzira na sve pokušaje individualista (na čelu sa Miltonom Fridmanom) da je ospore. Sve do nove svetске ekonomske krize 2008. i prinudnog pokušaja da se stvarna ekonomska kretanja razumeju na realan način, podsećanjem na Kejnsov *Životni duh* [Akerlof and Shiller, 2009; 2011].

Svi pokušaji novih institucionalista, uvođenjem u analizu društvene pojave kroz razne oblike tržišnih otkaza (nesavršenost informacija, varijabilnost transakcionih troškova, javni izbor), proizveli su supremaciju ekonomskog

nad društvenom celinom ljudskog bića, prepoznatu kao **ekonomsko-teorijski imperijalizam**, kome je Nataša Golubović takođe bila posvećena [2007a]. On je pokušao da iz predmeta istraživanja drugih društvenih nauka (sociologije, istorije, psihologije) preuzme pojmove uz pomoć kojih bi objasnilo ekonomsko ponašanje pojedinca u društvenom ambijentu. Do te mere da je nameštao svoju premoć nad ovim naukama, ali se nije približio univerzalnoj društvenoj nauci. Jer induktivni metod koji je bio osnov svih ovih pokušaja, uvek se odbijao od zida deduktivističkog sadržaja predmeta istraživanja društvenih nauka.

Potpuno otvaranje ovih pitanja Nataša Golubović je izvela u drugom poglavlju knjige koje je „čisto“ metodološkog karaktera. Nasuprot do sada opisanom metodološkom individualizmu, sa uključivanjem elemenata iz društvenog okruženja u ekonomsku analizu, otvoreno je polje za suprotan analitički postupak – holizam. Pored ovog opozita, u analizu se unosi drugi važan par **suprotnosti – između ontološkog i metodološkog**. Na ovom mestu treba zastati i bliže se upoznati sa svim sukobima. Oni su teorijsko-metodološki ključ za rešavanje mnogih teorijskih, ali, niko se ne bi nadao, i za razumevanje stvarnih problema ekonomskog i društvenog života savremenih zajednica. I tu je istraživački doprinos Nataše Golubović bio najznačajniji.

Tako dolazimo do prvog krupnog sukoba – u odnosu na ontološku sušti-

nu pojedinca koja je šira od teorijsko-metodološkog zahvata ekonomske nauke. Rasprava se dugo vodila između društvenih istraživača na pitanju racionalnosti pojedinca. Naravno da pojedinac nije samo to, ali se slaganje na ontološkom, nikada nije prenelo na teorijsko-metodološki nivo analize. Zato će se društvene institucije, moral, običaji, iskustvo pojedinca, uvek i iznova posmatrati na teorijsko-metodološkom nivou samo sa racionalnog stanovišta. I tako od marginalističke revolucije do danas, duže od jednog veka. Toliko dugo i uporno, da su i sociolozi morali da ekonomsko ponašanje pojedinca uzmu za predmet svog društvenog istraživanja, formirajući ekonomsku sociologiju kao svoju posebnu naučnu disciplinu.

Pitanje racionalnog pojedinca je rano postalo upitno. Još su Marks i Veber tvrdili da takav opis motivacione osnove pojedinca odgovara jednom istorijskom razdoblju, koje se identifikuje se kapitalizmom, dok za pretkapitalistička „tradicionalna“ društva on nije bio odlučujući. Ovako visok stepen uopštavanja ontološke suštine pojedinca u kapitalističkom društvu nije dovoljan izgovor za predominaciju individualizma u ekonomskoj analizi, na čemu je insistirao ortodoksni *mainstream*. Na taj način se upalo u analitičku „crnu kutiju“ u kojoj nije bilo: preduzeća kao osnovne privredne jedinice ovog sistema (a stigli smo već do korporativne nadmoći), države sa svim svojim dvocifrenim učešćima u sekundarnoj raspodeli bruto društvenog pro-

izvoda i svojim institucijama koje su i te kako ekonomski akteri (otud i uspeh kejnzijanizma, otud makroekonomije, otud zaludni trud liberalista i monetarista).

Pokušaji da se društveno okruženje i pojedinac u njemu posmatraju u relacionom odnosu, odbijali su se od zavodljivosti pretpostavki na kojima se zasnivao neoklasični model racionalnog pojedinca. Maksimizacija racionalno izabrane ciljne funkcije, nepromenljivost i tranzitivnost preferencija i ograničenost resursa omogućuje definisanje „glatkih“ funkcija korisnosti. Uz nemiri li se bilo koji sveti aksiom individualnog izbora, što bihevijoralna ekonomija sve češće čini, onda bi se došlo u „očajnu“ situaciju da krive tražnje počinju da se pomeraju i postaju neodređene. Tako su zavodljive lepote trigonometrijskog opisivanja ekonomskih pojava potisnule bilo kakvu metodološku raspravu o očiglednoj drugačijoj ontološkoj suštini pojedinca, pa ona neće ni nastati.

Ako su činjenice o društveno-ekonomskom okruženju bile drugačije, tim gore po njih. A one su govorile da su motivacioni osnovi donosioca individualnih odluka i u materijalističkom sistemu ne samo racionalni, već mogu da budu i tradicionalni i afektivni [Veber]. One su govorile da na odluke pojedinaca mogu da utiču i običaji, navike, pravila, norme, ali i emocionalni i imaginacioni porivi [Becker]. One su govorile da na odluke pojedinaca mogu da utiču drugi pojedinci, a pogoto-

vo institucije njegovog društvenog okruženja (a tek u fazi multinacionalnih korporacija). Sve je upućivalo da se ontološka stvarnost mora pretočiti u metodološki prevrat, ne samo oko košuljice ekonomske analize, već i u samom njenom jezgru. Tom pitanju je posvećena čitava polovina drugog poglavlja knjige Nataše Golubović.

Autorka Nataša Golubović se potrudila da nas uvede u samo jezgro teorijsko-metodoloških rasprava temelja materijalističke civilizacije, na visokom nivou profesionalnosti, da se ni iz jedne reči objektivne naučne analize ne može razaznati njena naklonost. Iz celine iskaza se ipak vidi da su njeni intelektualni stavovi na strani društvenog u ekonomiji (to sugerise i sam naslov knjige). Zato će treće i završno poglavlje biti u celosti posvećeno svim izvorima ekonomske analize koji joj dolaze iz društvenog okruženja: društvenim strukturama, mrežama ili normama.

U ovom poglavlju dolazi do konačne koegzistencije između sociologije i ekonomije. U objašnjenje društvenog okruženja polazi se od sociološkog shvatanja društvenih struktura kao odnosa između pojedinaca i institucionalnih učesnika društvene strukture (grupe, obrasci ponašanja, norme, institucije). Taj odnos je uvek relacioni i po jednom shvatanju pojedinci su učesnici u strukturi kao akteri, u drugom samo njihovi položaji. Ekonomska teorija je pošla od ovih definicija, ali svoju definiciju nije proučila.

Ali su joj zato poslužile da se od 1970-ih godina u ortodoksnu ekonomsku analizu uvede informaciona nesavršenost, ograničenu racionalnost pojedinca ili postojanje transakcionih troškova. I sve podvede pod tržišne otkaže, pošto holistički pristup nije nadvladao individualistički.

To je omogućilo da iz „tame“ neoklasične ortodoksije iznenada ispliva „čudno“ pitanje: **Šta je to u stvari tržište?** Metafizičnost ovog koncepta se dugo sakrivala iza osnovnih pretpostavki na kojima se zasnivao taj individualistički dualni model nepersonalizovanih aktera: maksimizacija ciljne funkcije, ograničenost resursa i mogućnost alternativnih upotreba. Uz pretpostavljenu ispunjenost karakteristika takvog *homo economicusa*, postizanje ravnoteže cena je automatsko. Može se zaključiti da se apstraktnost tržišnog mehanizma zasniva upravo na ovako definisanim pretpostavkama *lais-fairea*. Bilo kakvo diranje u bilo koju od pretpostavki dovodi do rušenja tržišnog rezultata, pa institucionalni i informacioni ekonomisti koji su to pokušali, metodološki su se uvek vraćali u okrilje sigurnosti neoklasičnog modela, a uočena odstupanja su proglašavali tržišnim otkazima (koji su se do sada namnožili i već zašli u dvo-cifrenu zonu).

Njihov najveći doprinos je u tome što je konačno u ekonomsku analizu unet **konkretna pojedinac i**, posebno, **društveno okruženje**, sa svim svojim strukturama i sistemima. Prelazak u

ekonomsku heterodoksiju ipak nije izveden, ali je omogućeno približavanje drugim društvenim naukama (istorija, pravo, politikologija, socijalna psihologija) i izazvao sociologe da se bave tržištem kao društvenom strukturom. Na društvo u kome živi konkretizovani pojedinac počelo je da se gleda kao na realno uspostavljenu strukturu, kao što se tržište oduvek smatralo spontaninim mehanizmom. „Ključna hipoteza sociološkog pristupa je da su tržišta društvene strukture, a ne „spontani proizvod“ dijadne razmene (str. 214).“ Potraga za novim rešenjem se ipak nastavlja. Izgleda da ona vodi ka starim raspravama o jednoj jedinstvenoj društvenoj nauci.

Ona je iznedrila razlikovanje pod-socijalizovanog i nadsocijalizovanog društvenog aktera. Prvi su karakteristični za ortodoksno ekonomsko shvaćanje neistorijskog i apstraktnog pojedinca, drugi za **kulturološko shvaćanje** istog individualizovanog pojedinca. Koncepti društvene ukorenjenosti Polanijija i Talkota Parsonsa su pokušali da se udalje od pojedinca i daju primat društvenoj strukturi nad pojedincem, ali ovaj pristup je samo približio sociologiju i ekonomiju, ali nije ozbiljnije poljuljao staru ekonomsku paradigmu.

Ove nauke će se naći na zajedničkom terenu istrage odnosa između pojedinca i društvenih institucija, koje su obrađene u odeljcima o društvenim mrežama i društvenim normama. U jednom slučaju se analiza usmerila na rela-

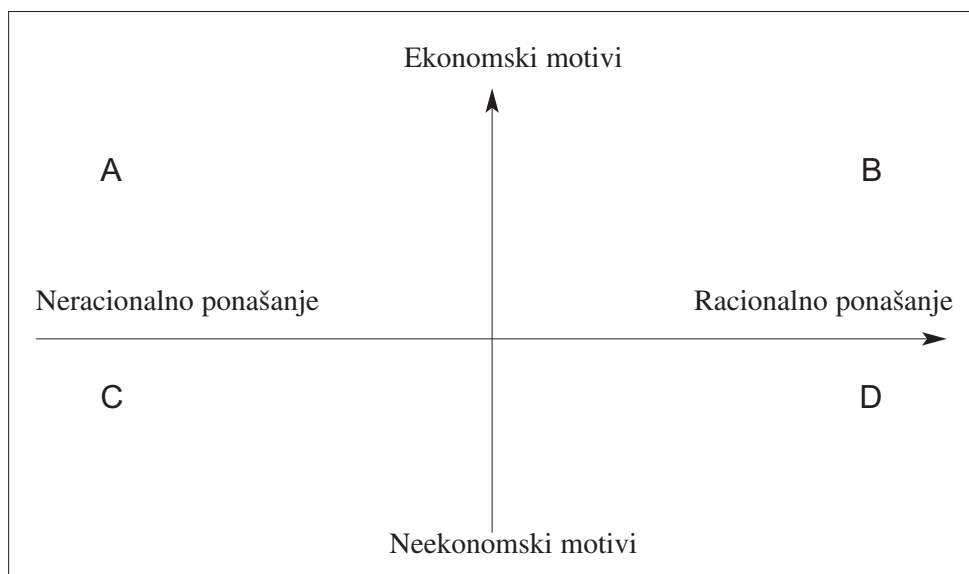
cione odnose između pojedinaca i njih sa društvenim institucijama, a u drugom se vratila na ono što je bila osnova pretkapitalističkih „tradicionalnih“ društava, ali sada interpretirana sa stanovišta uticaja na efikasniju alokaciju ekonomskih resursa (novi institucionalisti).

Knjiga se završava, pored standardnog zaključnog razmatranja, odeljkom o **poverenju**. Ono je ovde razmotreno kao jedan od institucionalnih društvenih pravila koji obezbeđuju efikasnost uspostavljanja ekonomske ravnoteže smanjenjem transakcionih ekonomskih i društvenih troškova, čime se institucije eksplicitno smatraju učesnicima na tržištu. Radi se o pojmu koji su takođe Akerlof i Šiler posebno apostrofirali, čijim uvažavanjem može značajno da se promene preferencije donosioca ekonomskih odluka, naročito u uzlaznim i silaznim fazama ekonomskih ciklusa, i tako sistem dugotrajno udalji od ekonomske ravnoteže. Na izvestan način, paralelom između ovih dveju knjiga, želimo da ukažemo da one uspešno korespondiraju sa savremenom ekonomskom i društvenom stvarnošću, koja, od 2008. i svetske ekonomske krize, ima potrebu za novim rešenjima ekonomske analize. Društvena ekonomika, kojoj je posvećena Nataša Golubović, jedan je od takvih, uspešnih odgovora.

Svođeci prikaz knjige Nataše Golubović možemo da se osvrnemo na glavna pitanja društvene ekonomike koja je ona podstakla, a koji su prikazani kao opozicije: ekonomsko i neekonomsko,

racionalno i neracionalno, tržišno i netržišno. Sa individualističke tačke gledišta ekonomsko je samo ono što ima racionalnu motivaciju, dok se svaka druga motivacija ne može smatrati ekonomskom. Ekonomska nauka je svoj metodološki aparat „naštelovala“ na samo jednu stranu, pa je ekonomskim proglašeno samo ono što je racionalno, a sve zajedno samo ono što je tržišno. Na taj način je iz analize isključeno i prepušteno drugim društvenim naukama jedno široko polje, koje se, zajedno sa ekonomskim, u koordinatnom sistemu može prikazati na sledeći način.

Ekonomska motivacija sa racionalnim ponašanjem pojedinca, formirana u kvadrantu B, jedino je motivaciono polje koje je zahvaćeno standardnom ekonomskom analizom. Njome nisu obuhvaćena neracionalna ponašanja uz ekonomsku motivaciju (kvadrant A), kao i slučajevi neracionalnog i racionalnog (sic!) ponašanja, ali uz neekonomsku motivaciju (kvadranti C i D). To formira široko otvoreno polje neizvesnosti u tumačenju ekonomskih pojava, sa kojim su se susretali neoklasičari u drugoj polovini 20. veka. Svesni skučenosti metodološkog okvira u odnosu na ontološku složenost pojedinca i okruženja koje stvara, otvorili su potragu za svim varijacijama neoklasičnog modela u kojima se on može na drugačiji način protumačiti, ali su svi novi proborbi mogli da „dobace“ samo do tzv. tržišnih otkaza. Za sada nema hrabrosti (ili znanja?!) među ekonomistima da se osnovno jezgro analitičkog metoda dovede u pitanje.



Ali svesnost da do toga mora doći postoji u širokom krugu mladih ekonomista i to traje od 1970-ih godina. Najuporniji u tome je Hodžson, koga Nataša Golubović i najčešće citira, pa možemo indirektno zaključiti da deli njegove nade i najave. A radi se o tome da se: „U naučnom okruženju već nalaze istraživački rezultati koji omogućuju sintezu dobijenih zaključaka. Potrebno je samo da se to izvede”.

Sveobuhvatni popis istraživača i razmotrenih teorijskih varijacija, koje je Nataša Golubović iznela na 281 strani teksta, pokazao je ne samo svrsishodni napor autorke već da za takvu sublimaciju postoji dovoljno materijala. Izabrana bibliografija autorke na 27 strana potvrđuje da je društvena ekonomika već formirala široku naučnu bazu.

Kao takva, ona je dobra osnova za tzv. endogenizaciju egzogenih promenljivi iz društvenog okruženja u ekonomskoj analizi. Naime, sve što je diralo u pretpostavke na kojima se zasnivala neoklasična ekonomija analitički je ekshumirano iz mogućeg endogenog polja ekonomske analize tako što je vraćeno nazad u krug egzogenih varijabli koje se ne razmatraju, već se prepuštaju drugim društvenim naukama (sociologiji, psihologiji, istoriji ili dr.).

A radi se o tome da se varijable iz društvenog okruženja unesu u ekonomsku funkciju kao endogena promenljiva od koje će zavisiati krajnji ekonomski rezultat. Strah od gubitka trigonometrijskog objašnjavajućeg aparata ne bi smeo da bude prepreka.

Kao što smo pokazali na jednostavnom primeru, u razumevanju četvorodimenzionalnog sveta [Kapra] čak s ovog prostora nije obuhvaćeno ekonomskom analizom. Sreća da je u materijalističkoj civilizaciji u kojoj sada živimo, koja je zasnovana na društveno-ekonomskoj paradigmi [Tourain], racionalno ponašanje pojedinca u dovoljnom stepenu objašnjava ekonomski podsistem. Višedecenijska borba ekonomista za endogenizacijom varijabli iz društvenog okruženja verovatno je priprema za vreme koje će nastati kada društveno-ekonomska paradigma bude potisnuta. Sociolog Alen Turen, koji je u istim decenijama posvećen tim tzv. postkapitalističkim društvima, upravo najavljuje novu **kulturološku paradigmu**.

Radi se o tome da je **motivaciona struktura** pojedinca **ekonomska i kada nije** samo **racionalna** jer se zasniva na ontološkoj strukturi njegovih potreba. Isključenje ovog dela motivacionih faktora (recimo, egzistencijalnih) nije samo neopravdano već verovatno i ne ugrožava osnovnu racionalnu ciljnu funkciju.

Radi se o tome da pojedinac funkcioniše istovremeno sa više psiholoških delova svojih ličnosti, a ne samo racionalnim. Kao *homo habitus* on samo obogaćuje svoje racionalne napore (ni u kom slučaju ih ne potiskuje), i ne ugrožava stabilnost preferencija i tranzitivnost njihovih funkcija.

Radi se o tome da znatan deo tzv. **netržišnog područja društvenog**

**okruženja** funkcioniše po poznatim osnovnim tržišnim principima. Nedostatak jasne ciljne funkcije društvenih aktera iz ove oblasti ne znači da ovo pitanje treba prepustiti samo ekonomskim sociolozima.

Radi se o tome da se endogenizacijom nekih osobina pojedinca ili svojstava društvenih pojava neće preuzeti predmet istraživanja drugih društvenih nauka (sociologije i socijalne psihologije). Strah od **gubitka „glatkih“ funkcija** ponude i tražnje verovatno neće srušiti čvrsto jezgro ekonomske analize.

Radi se o tome da neistorijski i asocijalni pojedinac ne funkcioniše u prirodnom a apstraktnom tržišnom ambijentu, kada se posle jednog veka njegove neupitnosti ispostavilo da se i ne zna **šta je to tržište**. Pojedinac funkcioniše u konkretnom prostoru i u tom društvenom okruženju se „krije“ samo tržište.

Radi se o tome da je **društveno okruženje** takođe i apstraktni tržišni ambijent, ali i prostor u kome su društvene institucije ekonomski akteri. Dualni karakter društva ne isključuje tržišni mehanizam, naprotiv sažima ga i dovodi u vezu sa samim **društvenim sistemom**.

Autorka Nataša Golubović je svojom inspirativnom knjigom otvorila sva ova pitanja i ponudila neke istorijske i savremene stavove ekonomista (i sociologa) o njima. I u zaključnom razmatranju iznela svoj stav koji je sa-



glasani stavovima mlađih ekonomista (koji je, razume se, podelila sa stavovima autora ovog osvrta). U samoj knjizi i tim stavovima su kriju izvori inspiracije za dalju razradu mnogobrojnih pokrenutih pitanja. U njima su naslućeni i odgovori. Budućim istraživačima ova knjiga može da bude ozbiljan putokaz i temelj u potrazi za izazovnim odgovorima. Društvena

ekonomika kao nauka je u Srbiji po prvi put dobila dobrog i zrelog promotera. Ako i bude nekih daljih proboja u ekonomskoj analizi u Srbiji, sada znamo da je nemalu količinu temelja sagradila Nataša Golubović.

**Mr Jovica CVETKOVIĆ**

### 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 cicera 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 cicera), a ispod njega naslov na engleskom jeziku (verzal 16 cicera);
- Ime i prezime autora, pišu se ispod naslova (verzal 14 cicera); 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**